

INSTITUTO SUPERIOR DE CIÊNCIAS ECONÓMICAS E EMPRESARIAIS
ISCEE

LICENCIATURA EM CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO

RAMO: ADMINISTRAÇÃO E CONTROLO FINANCEIRO

TRABALHO DE FIM DE CURSO

IMPACTO DA DIVIDA PUBLICA NA ECONOMIA CABO
VERDIANA

“ESTUDO DO CASO”

Jassira da Silva Tavares

Praia, Maio de 2014

INSTITUTO SUPERIOR DE CIÊNCIAS ECONÓMICAS E EMPRESARIAIS
ISCEE

LICENCIATURA EM CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO

RAMO: ADMINISTRAÇÃO E CONTROLO FINANCEIRO

TRABALHO DE FIM DE CURSO

IMPACTO DA DIVIDA PUBLICA NA ECONOMIA CABO
VERDIANA

“ESTUDO DO CASO”

Jassira da Silva Tavares

ORIENTADOR: António Péricles Silva

Praia, Maio de 2014

FRASES E MOTIVACÕES

“Nas grandes batalhas da vida, o primeiro
Passo para a vitória é o desejo de vencer!”

Autor: “Mahatma Gandhi”

“Sonhe, apesar das ilusões. Caminhe,
apesar dos obstáculos. Lute, apesar das
barreiras e, acima de tudo, acredite em
você mesmo.

Autor: “Larissa Guerreiro”

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho a minha querida mãe, aos meus queridos tio e tia Kaka e Lina, e a toda a minha família pelo apoio, motivação e incentivo que me proporcionaram.

AGRADECIMENTOS

É difícil fazer agradecimentos e conseguir mencionar todos que, directa ou indirectamente, deram o seu contributo para a realização deste trabalho.

Antes de mais, a Deus, que sempre me dá forças e ilumina o meu caminho e me faz acreditar nos meus sonhos, nunca permitindo que eu desista de sonhar e lutar por eles.

Ao meu orientador, Professor António Péricles Silva, pela confiança, compreensão e disposição para partilhar comigo seus conhecimentos e experiências, que foram importantes para o desenvolvimento deste trabalho, meus sinceros agradecimentos.

Ao meu grande amigo e co-orientador Mestre Malaquias Lopes pelo apoio confiança e disponibilidade para partilhar comigo seus conhecimentos e experiências, que foram importantes para o desenvolvimento deste trabalho, meus sinceros agradecimentos.

Sem esquecer dos meus professores de curso, pelos conhecimentos transmitidos ao longo do percurso e pelas experiências partilhadas de forma amigável, estes, fundamentais para a realização do meu ideal aprendizado académico.

Ao meu namorado que sempre foi um braço direito durante todo o tempo, me apoiando principalmente nos momentos de crise.

Aos meus amigos, principalmente João Gonçalves, Ângela, Cacilda Rocha, Carla Nunes, Carla Pina que foram os protagonistas deste importante capítulo da minha vida, o companheirismo, tolerância, compreensão, o sorriso, a palavra certa em horas incertas me incentivando para que eu pudesse me manter firme diante dos obstáculos.

À todas as empresas principalmente a equipa de tesouraria da Finanças, Ine, Bolsa de Valores, que sempre mostraram dispostos a colaborar com o trabalho, que muito contribuíram para a sua realização e concretização.

Em fim, a todos aqueles que de uma forma ou de outra, contribuíram para que a conclusão deste trabalho fosse uma realidade.

Resumo

O trabalho ora apresentado reflecte uma análise sobre a dívida do GC de Cabo Verde, na perspectiva da sua sustentabilidade e o impacto dos projectos financiados no âmbito deste endividamento, no crescimento económico e do bem-estar da população. Foi desenvolvido com base nas práticas e método de análise de sustentabilidade utilizado pelo FMI e Banco Mundial para os países membros, da análise da participação dos investimentos e consume público no crescimento económico bem como pelo método de análise de impacto de projecto, comparando a situação antes e depois do projecto.

A análise da dívida foi feita num período 13 anos, a contar a partir de 2002, repartidos em dois períodos distintos: o período antes e depois da crise financeira. O objectivo foi de analisar as diferentes motivações que estiveram na base da dinâmica da dívida. No primeiro período da análise conclui-se que os indicadores que influenciam directamente ou indirectamente a evolução da dívida, entre os quais se destacam o crescimento económico, o défice orçamental, tinham boa performance, contribuindo para uma performance da dívida no período. Contudo, no período após a crise, a dívida aumentou consideravelmente atingindo proporções preocupantes, considerando os riscos inerentes, tais como, perda espaço orçamental para políticas anti cíclicas, perda de credibilidade no mercado financeiro, com consequência no custo de financiamento, etc. A causa do aumento da dívida identificada é o incremento de despesa pública, impulsionado pelo aumento de investimento publico, em detrimento da diminuição da demanda do sector privado, que teve repercussão no crescimento económico. A conclusão da nossa análise é que a dívida, apesar do seu aumento, ela é ainda sustentável. Contudo, o GOVCV deve enveredar esforço para diminuir despesas públicas e rentabilizar os activos derivados dos investimentos realizados, para manter o equilíbrio entre as despesas e receitas e proporcionar a sustentabilidade da dívida nos próximos anos. Conclui-se também, que os investimentos realizados no período em referência, contribuíam fortemente para melhorar o clima de negócio no país, para assegurar o crescimento económico durante o período da crise e para melhorar o nível de bem-estar dos cabo-verdianos.

Palavra-chave: Dívida Pública. Desenvolvimento Económico e Social

Abstract

The work presented here reflects an analysis of the debt of the GC of Cape Verde, in terms of their sustainability and impact of the projects funded under this debt, economic growth and welfare of the population. Was developed based on the practices and methods of analysis of sustainability used by the FMI and World Bank member countries, the analysis of the share of investment and public consumption on economic growth as well as the method of impact analysis of the project, comparing the situation before and after the project.

The analysis of the debt was made over a period 13 years, starting from 2002, divided into two distinct periods: the period before and after the financial crisis. The aim was to analyze the respectful motivations which led to the dynamics of the debt. In the first period of the analysis it is concluded that the indicators that directly or indirectly influence the evolution of the debt, among which stand out the economic growth, the budget deficit, had good performance, contributing to a performance of the debt in the period. However, in the period after the crisis, the debt increased considerably reaching worrying proportions, considering the inherent risks, such as loss budget space for anti-cyclical policies, loss of credibility in the financial markets, result in the cost of financing, etc. The cause of the increase in debt is identified increasing public spending, driven by increased public investment, at the expense of decreased demand from the private sector, which had repercussions on economic growth. The conclusion of our analysis is that the debt, despite its increase, it is still sustainable. However, should embark GOVCV effort to reduce public spending and monetizing assets derived from investments, to maintain the balance between expenditure and revenue and provide sustainability of debt in the coming years. We also conclude that the investments made in this period, significantly contributed to improving the business climate in the country, to ensure economic growth during the crisis and to improve the welfare of Cape Verdeans.

Keywords: Public Debt; social and economic development.

Índice

FRASES E MOTIVACÕES.....	I
DEDICATÓRIA	II
AGRADECIMENTOS.....	III
Resumo.....	IV
Abstract	V
Lista de Tabela	VIII
Lista de Gráficos	VIII
.....	VIII
Lista de Figuras	VIII
Lista de abreviatura	IX
CAPITULO I – Introdução	1
1.1-Apresentação do tema	1
1.2- Justificação do tema.....	4
1.3- Objectivo Geral.....	5
1.5 – Pergunta de Partida.....	5
1.6 – Estrutura do Trabalho.....	6
1.7 – Metodologia	6
Capitulo II - Enquadramento Teórico e Conceptual	7
2.1 Conceitos da Dívida Pública	7
2.3 As Teorias Económicas referentes a Dívida Publica.....	10
2.3.1 Teoria Clássica da Dívida Pública	10
2.5 Consequências da Dívida Pública	16
2.6 Princípio da equidade entre gerações	16
2.7 Produto Interno Bruto e suas limitações.....	17
2.8 O Deficit Fiscal como estimulador da Dívida Pública	19
2.9 O desequilíbrio orçamental	19
2.10 Métodos de averiguação do deficit público.....	21
2.11 Opções de cobertura do deficit público.....	22

2.12 O Crédito Público, fonte de Recursos de Desenvolvimento	23
Capítulo III – Dívida pública cabo-verdiana	26
3.1- Análise histórica da evolução e da dinâmica da Dívida Pública cabo-verdiana de 2002 a 2013.....	26
3.2- A estrutura da Dívida Pública Cabo-verdiana.....	32
3.3- A análise da sustentabilidade da dívida do GC.....	35
3.4- Medidas de políticas de endividamento e de gestão da dívida.....	38
Capítulo IV: Estudo de caso.....	43
Capítulo V: Conclusão e recomendações	50

Lista de Tabela

Quadron 1: Estrutura do stock por concessionalidade	35
Quadron 2 – Rácio Stock Nominal PIB	36
Quadro n 3- Indicadores Espec ficos da Viabilidade da Dívida	36
Quadro n 4: Programa de investimento	41
Quadro n 5 Evolução do PIB.....	43
Quadro n 6 Contribuição de gastos e de investimentos público e privado no PIB	44

Lista de Gráficos

Gráfico n 1: Taxa de crescimento da Dívida do GC	27
Gráfico n 2: Saldo Global (em % do PI	27
Gráfico n 3: Evolução da dívida do GC	29
Gráfico n 4: Evolução histórica da Taxa de Cambio Nominal USD/CVE	30
Gráfico n 5 – Composição da Carteira por Moeda.....	33
Gráfico n 6 – Taxa Média de Juros	34
Gráfico n 7 Evolução do rácio “Stock VS PIB”	37
Gráfico n 8 Evolução do rácio “Serviço Dívida VS Receita Totais.....	37
Gráfico n 9- Serviços Dívida/ Receitas Totais	38
Gráfico n 10 Contribuição de Gasto de Investimentos Público e Privado no PIB	44
Gráfico n 11- Taxa de Cobertura Territorial da Rede Elétrica(TCTRE).....	47
Gráfico n 12: Número de clientes com água canalizada	47
Gráfico n 13: Performance de Cabo Verde em relação às melhores praticas no clima de negócio.	49

Lista de Figuras

Figura n1 Circuito de Endividamento.....	35
--	----

Lista de abreviaturas

IVA – Imposto Sobre Valor Acrescentado

FMI- Fundo Monetário Internacional

PIB- Produto Interno Bruto

NFSP- Necessidade de Financiamento do sector Público

MFP- Ministério das Finanças Públicas

OMP-Operação de mercado livre

BCV- Banco Cabo Verde

GAP- Défice Orçamental

GOVCV- Governo de Cabo Verde

GC- Governo Central

INE- Instituto Nacional de Estatística

SDR- Direito Especial de Saque

VAN- Valor Actual Net

MTDS-Estratégia de Endividamento de Médio Prazo

TCTRE-Taxa Cobertura Territorial da Rede Elétrica

OT- Obrigações de tesouro

BT – bilhetes de tesouro

WB – Banco Mundial

WDI: Indicadores de Desenvolvimento Mundial

CAPITULO I – Introdução

1.1-Apresentação do tema

A solidificação e o crescimento sustentável da economia de Cabo Verde foi e continua a ser, o grande desafio dos sucessivos governos, que desde de 1975, com a independência, lideraram o destino deste país insular.

A insularidade que é uma característica específica do país, torna este desafio ainda mais difícil, atendendo que impõe que os investimentos públicos sejam feitos de forma equitativa afim de suscitar um crescimento harmonioso de todas as ilhas habitadas, referenciando as suas potencialidades e especificidades.

Na verdade, a economia do país é pequena, aberta e muito exposta às adversidades de um ambiente internacional cada vez mais globalizado e competitivo. A base produtiva da economia é ainda muito fraca e pouco diversificada, dependendo muito do sector do turismo. Os recursos naturais são raros, o que a torna numa economia muito dependente da importação e das consequências que desta advém. Estas características exigem de facto, de estratégias e medidas de políticas económicas prudentes e pertinentes para impulsionar o crescimento adequado para o país.

Grandes investimentos foram feitos, cada um na sua época, reflectindo as prioridades e visões políticas de cada governo dos 36 anos de independência.

Atendendo que o país não dispunha e nem dispõe de recursos financeiros suficientes para investimentos em projectos estruturantes, os investimentos realizados durante o período acima referido, foram na sua maioria com recurso de terceiros, ou seja, com recursos ao crédito interno e/ou externo, ajudas vindos de parceiros de desenvolvimento, na forma de recursos financeiros, de ajuda alimentar, de cooperação técnica, assim como de investimentos directos estrangeiro. Porém, os investimentos com recursos a empréstimos geram dívida, que são obrigações contratuais e que o Estado deve honrar para garantir, por um lado a continuidade de se conseguir recursos financeiros no mercado de capital a custo controlado, ou seja, que continue a dar confiança aos

investidores e por outro lado, continuar a financiar os seus projectos, atirar o crescimento da economia e lutar contra a pobreza e a desigualdade social.

Contudo para que a economia possa responder de forma positiva e gerar riquezas, para todos os intervenientes no crescimento económico, os investimentos públicos devem ser de qualidade, ou seja, dinamizadora de economia, para poder criar espaço e despertar interesse de investimento do sector privado tanto a nível nacional e internacional, o que proporcionar áum crescimento económico-social harmonioso e sustentável.

A dívida, ela é muito importante nesse processo de crescimento económico e de desenvolvimento do país. Quando esta é bem estruturada e mantida a um nível sustentável, o dinamismo do consumo e do investimento fluem de forma normal, estimulando o crescimento económico. Porém, quando esta não é sustentável, ela pode contribuir de forma nefasta para economia, podendo pôr em causa toda a dinâmica do mercado financeiro, do consumo e do investimento.

A crise internacional de 2008 evidenciou essa problemática. Muitos países viram a sua economia completamente abalada, instigado pelo distúrbio no mercado de capitais, que não conseguia financiar a economia de forma fluida, por falta de liquidez e/ou falta de confiança. Essa problemática provocou problemas graves a nível económico e social em muito países, com especial destaque para os países Europeus, em que o nível de desemprego aumentou consideravelmente, houve uma diminuição notável do consumo e do investimento, relentando o crescimento económico.

Com o efeito da crise internacional o Estado teve que aumentar a sua intervenção na economia para, amenizar a situação da crise por um lado e por outro lado, relançar a economia. Todavia, esta intervenção foi mais difícil e mais custosa para os países que tinham menor espaço orçamental, ou seja, com maior défice orçamental e uma dívida não tão bem estruturada e controlada, portanto com maior probabilidade de entrar em *default*.

Cabo Verde não ficou excluído do impacto negativo da crise. O país vinha crescendo a nível aceitável para a estrutura da sua economia, atingindo inclusive o nível de crescimento de dois dígitos em 2006. Também, outros indicadores macroeconómicos tais como a inflação, o défice orçamental e o nível de endividamento estavam, a partir

de 2004, dentro dos parâmetros aceitáveis a nível internacional. Contudo as sucessivas crises de 2007 e 2008 abalaram a economia do país. Estamos a referir a crise petrolífera, a alimentar, e a financeira, com destaque para a financeira, que provou efeitos negativos no investimento privado, nacional e internacional, que vinha alavancando o crescimento do país. No quadro x abaixo apresentaremos a evolução destes indicadores.

O país reagiu a crise financeira com avultado investimento público, no domínio da educação, da saúde, das infra-estruturas, das energias, da água e saneamento, da agricultura, das pescas, do turismo e de reformas administrativas entre outras, para colmatar a redução dos investimentos privados que vinham implementando projectos e dinamizavam a economia, actuando sobretudo no domínio da imobiliária turística.

Em paralelo o governo reduziu o imposto sobre os rendimentos de pessoas colectivas e individuais e fez ajustes no IVA para simplificar os procedimentos e reduzir cargas fiscais sobre as pessoas.

Segundo os comentários da classe política, do governo no poder, essas medidas de políticas económicas visavam lutar contra os efeitos da crise, por um lado e por outro lado relançar a economia, com o fito de torna-la mais diversificada e competitiva. Que o governo aproveitou nesta ocasião a possibilidade que Cabo Verde ainda tinha e tem de se financiar com empréstimos em termos concessionais para infra-estruturar o país a baixo custo, isto considerando que o país também foi graduado para país de rendimento médio no mesmo período da crise financeira em referência. A graduação efectiva, que deveria acontecer num período mínimo de transição de cinco anos, segundo as normas das Nações Unidas, colocaria o país num patamar de desenvolvimento, em que as ajudas ao desenvolvimento e os empréstimos em termos concessionais iriam diminuir drasticamente, ou mesmo acabar.

Porém, com as medidas acima referidas, houve um aumento da dinâmica da dívida, instigado pelo aumento da necessidade de financiamento que aumentou com o incremento essencialmente de despesas de capital e do volume do serviço da dívida. Convém frisar que o aumento destas despesas, consequência do aumento do volume de investimento público verificados nos últimos seis anos, provocou o aumento do stock da

divida, atendendo que estes foram feitos com recursos a novas contratações de empréstimos.

O volume do stock aumentou consideravelmente e atingiu níveis preocupantes, segundo o entender de alguns organismos internacionais. Destacam-se algumas instituições tais como, *Fitch Rating*, *Standard and Poor* o Banco Mundial e o FMI.

Esta preocupação despertou a minha curiosidade, a minha vontade de conhecer esta temática, desenvolve-la e partilha-la com todos os interessados, cidadãos conscientes que como eu, querem conhecer a real situação da dívida Cabo-verdiana, a sua evolução, sustentabilidade, sua qualidade e a sua participação no desenvolvimento social e económico do país.

1.2- Justificação do tema

Com o aprendizado da situação da crise financeira internacional, a temática da dívida pública e do um crescimento económico sustentado, a nível internacional, suscitaram preocupações acrescidas da parte de organizações internacionais de desenvolvimento, de instituições financeiras, dos investidores de uma forma geral e em particular dos governos, no que concerne ao nível de endividamento e de políticas económicas que estão sendo implementadas em diferentes países para suscitar um crescimento sustentável da economia de forma individual e internacional.

Esta temática está sendo muito discutida em Cabo Verde, pois, segundo estatísticas internacionais o país está entre os nove países mais endividados do mundo, uma situação que desperta atenção de todos. Foi nesta base que quis escolher e desenvolver este tema, como acima referi, que é actual, muito interessante e ao mesmo tempo preocupante.

De facto, com este trabalho, pretendo analisar a qualidade e o impacto dos investimentos implementados com recursos a empréstimos no desenvolvimento económico e social do país. Em suma, quero analisar a interligação entre a dívida pública, com especial atenção para a dívida do Governo Central, e a melhoria de qualidade de vida dos cabo-verdianos.

A título de resumo, são quatro as razões fundamentais que motivaram a minha escolha deste tema:

- A importância e a actualidade da temática de endividamento do país;
- Interesse pessoal em conhecer a actual e a verdadeira situação do endividamento de Cabo Verde;
- O impacto dos projectos financiados com recursos ao empréstimo na vida social e económica do país;
- Contribuir para divulgar esta temática.

1.3- Objectivo Geral

Considerando o exposto na primeira parte deste capítulo, constitui o objectivo geral deste tema o seguinte:

- A análise da situação da dívida pública de Cabo Verde, com destaque para a dívida do Governo Central, e a sua relação com o nível de crescimento económico na óptica do desenvolvimento económico e social do país.

1.4- Objectivo Específico

Constitui o objectivo específico deste tema o seguinte:

- Conhecer, compreender e analisar a dívida do governo central de Cabo Verde, na perspectiva da sua evolução, motivação por detrás da sua evolução, ou seja a sua dinâmica, sua qualidade e sua sustentabilidade;
- Identificar as prioridades de projectos implementados no período em análise e o impacto dos mesmos na luta contra pobreza e desigualdade social e no dinamismo do crescimento económico;

1.5 – Pergunta de Partida

Com este tema pretendo responder duas questões que essencialmente atiçaram a minha curiosidade e vontade de desenvolver este tema:

- I. Será a dívida do governo central de Cabo Verde uma dívida sustentável?**
- II. Será que os projectos implementados, que constituíram objecto do aumento da dívida, foram os mais adequados para fazer face a situação da crise financeira e relançar a economia?**

1.6 – Estrutura do Trabalho

A estrutura de apresentação deste trabalho de monografia é a estrutura clássica para este tipo de trabalho. Ela será apresentada em cinco capítulos na seguinte forma: i) uma introdução, na qual são apresentados a contextualização do tema, a justificação da sua escolha, os seus objectivos, a pergunta de partida, a estrutura do mesmo e a metodologia de pesquisa; ii) Segue-se o segundo capítulo, em que será feita a revisão da literatura, a abordagem teórica da temática da dívida pública e do crescimento económico; iii) No terceiro capítulo, abordar-se-á os aspectos da dívida pública cabo-verdiana, na vertente da dívida do Governo Central; iv) O impacto dos projectos implementados com recursos ao empréstimos no dinamismo do crescimento económico e social e v) Finalmente, no quinto capítulo, serão feitas as considerações conclusivas e proposições a título de recomendações.

1.7 – Metodologia

O estudo será feito com base em pesquisas bibliográficas, documentos, artigos, revistas, publicações sobre dívida pública cabo-verdiana, crescimento económico e entrevista/inquéritos junto de sectores alvos de investimentos mais expressivos nos últimos seis anos e junto de populações, com o fito de analisar o impacto dos investimentos, comparando a situação antes e depois

Capítulo II - Enquadramento Teórico e Conceptual

2.1 Conceitos da Dívida Pública

Tomada na sua aceção ampla, a dívida pública relectra o conjunto das situações passivas resultante do recurso pelo Estado, não só ao crédito público, mas também à prática de outras operações de crédito, designadamente, os avales, os débitos resultantes do crédito administrativo e da assunção de compromissos em contrapartida de atribuições patrimoniais. Porém, no domínio da actividade financeira pública do Estado, quando se faz referência à dívida financeira do Estado ou de todo o sector público, considera-se o seu sentido restrito, correspondendo apenas às situações passivas em que o Estado é titular em virtude do recurso aos empréstimos públicos¹.

O termo “dívida pública” é usado frequentemente, para designar realidade diversa, nomeadamente a dívida do Estado ou a dívida do Sector Público Administrativo (e mesmo nesta última interpretação depende do universo considerado para o sector), a dívida resultante apenas do recurso a empréstimos públicos.

Dívida

De acordo com Pereira (2001), a dívida define-se como quantia em dinheiro ou bens que uma pessoa, empresa ou país deve a outra e que representam obrigações que devem ser saldadas num determinado prazo

Dívida pública

Na opinião de Silva, Fernando (1987), a dívida pública é o resultado das operações de crédito realizadas pelos órgãos do sector público com o objectivo de antecipar as receitas orçamentais ou atender desequilíbrios orçamentais e financiamento de obras e serviços públicos.

Segundo Sousa, Domingos pereira (1992:196-197), “O recurso ao crédito por parte do Estado acarreta para este a obrigação de reembolsar o capital emprestado e pagar juros

¹ Segundo o parecer de tribunal de contas sobre conta geral do estado 2007

ou, no mínimo, o dever de pagar juros ou rendas. Ora, do recuso ao crédito e da emissão dos respectivos empréstimos resulta a dívida pública, cujas forma hão-de, naturalmente, variar em razão de natureza e da duração dos empréstimos emitidos pelo Estado”.

Para Rezende, André Lara (1987) num conceito mais restrito, define a dívida pública como o resultado das operações realizadas pelos órgãos do sector público com objectivos de antecipar a receita orçamentária ou atender desequilíbrios orçamentários.

2.2 Classificação da Dívida Pública

Para Ribeiro, Joaquim (1991), as dívidas contraídas pelo Estado, isto é, as dívidas públicas são susceptíveis de seguintes distinções:

- **Dívida interna**, quando resultam de empréstimos internos;
- **Dívida externa**, quando resultam de empréstimos externos.

Segundo Rezende, André Lara (1987), as dívidas públicas podem ser:

- **Dívida fundada**, a que resulta dos empréstimos perpétuos e dos empréstimos perpétuos ao longo prazo;
- **Dívida flutuante**, a que surge em decorrência dos empréstimos temporários a curto prazo, estes empréstimos são concebidas para ocorrer a défices momentâneas de tesouraria.

Estas categorias das dívidas envolvem, nomeadamente

As obrigações do Tesouro (OT): são instrumentos de médio e longo prazo emitidos ao par e com juros pagáveis anual ou semestralmente pelo governo central. São geralmente emitidas em moeda nacional, mas é possível os governos emitirem obrigações expressas em moeda estrangeira. As OT podem ser emitidas com prazos de 1e 30 anos,

- com taxa de juro fixa, amortizáveis no vencimento pelo seu valor nominal, isso de acordo com as especificações de cada país;
- O Bilhete de Tesouro (BT): são valores mobiliários de curto prazo, podendo ser emitidos com prazos até um ano, colocados a desconto através de leilão ou subscrição limitada e reembolsáveis no vencimento pelo seu valor. A colocação de BT em muitos países é feita em mercado primário, assegurada por um grupo de bancos reconhecidos pelo Banco Central, em representação do Estado. A colocação de BT é efectuada através de realização de leilões regulares de acordo com um calendário previamente anunciado ao

mercado. O calendário de leilões é elaborado de forma a assegurar que o montante emitido de cada série de BT é suficiente para lhe dar liquidez desde a sua abertura;

- **A capacidade de saque a descoberto por parte do Estado:** o Estado pode ter junto do Banco Central ou dos bancos comerciais capacidades de saque
- As dívidas provenientes de privatização: isto é o governo assumiu obrigações pendentes de empresas públicas que fora ou estão a ser privatizadas
- Os passivos condicionais: são obrigações de garantias do Estado para pedidos de empréstimos;
- Um outro aspecto a considerar ao analisar a dívida pública é a razão para os pedidos dos empréstimos. Isto é importante porque não só influencia o stock e os termos da dívida interna, como também pode afectar o alcance do alívio da dívida e ou reestruturação.
- Conforme Johnson, Alison (2001: 8), de um modo geral, existem três razões principais para a dívida pública interna:
- A primeira, para financiar a deficit orçamental. Se o governo não for capaz de fazer face aos seus compromissos de despesas a partir de receitas mobilizadas a nível nacional, tais como impostos e direitos, e de doações e empréstimos de fontes externas, então pode tentar contrair empréstimos a nível nacional;
- A segunda, para implementar a política monetária. O governo pode implementar a política monetária através de uma alteração da oferta de moeda na economia. Fê-lo através da compra ou vendas de títulos do tesouro, isto é através de operações no mercado livre (por vezes chamado de OMP- OPEP market operations). A venda de títulos do tesouro por parte do Estado reduz a oferta da moeda e absorve a liquidez, ao passo que as compras de títulos do tesouro por parte do Estado injectam dinheiro na economia;
- A terceira, para desenvolver o sector financeiro. Para desenvolver os mercados do sector financeiro é necessário que haja oferta e uma gama firme de instrumentos financeiros a serem negociadas. No início deste processo o governo oferece geralmente títulos do tesouro de curto prazo, que proporcionam rentabilidades e desenvolvem a confiança dos investidores nos instrumentos públicos da dívida. Para analisar a dívida pública é necessário analisar a proporção do stock da dívida que está a ser usada para financiar o orçamento do Estado e para operações no mercado livre. O outro aspecto, sendo este de

âmbito legal a considerar é a emissão de garantias públicas para empréstimos a empresas públicas, e nesse caso em que condições.

Para Johnson, Alison (2000), a gestão da dívida pública inclui a emissão de instrumentos da dívida pública para a obtenção de financiamentos e a execução de outras operações (amortização antecipada, recompras, operações de reporte e operações com derivados financeiros) feitas com objectivo de alterar a estrutura da carteira de dívida existente e, torna-se importante a harmonização dos registos dos dados da dívida junto dos credores.

É, igualmente, importante uma revisão do portfólio da dívida interna para analisar a sua evolução com o tempo, em relação à dívida total, ao tipo de instrumento e vencimento, à composição dos portadores por tipo de instrumentos e as condições das novas emissões tais como taxa de juro e vencimento.

2.3 As Teorias Económicas referentes a Dívida Pública

2.3.1 Teoria Clássica da Dívida Pública

Segundo a Teoria Clássica, o financiamento do deficit público ou de investimentos através da tributação implicará a diminuição de recursos, formadores de poupança privada destinados ao consumo ou ao investimento privado, comprometendo as taxas de crescimento económico, uma vez que estas dependam do consumo e do capital circulante.

Smith (1988(c):179) resume sua concepção de dívida pública nos seguintes termos:

(...) o capital que os primeiros credores do Estado adiantaram ao Governo representou, desde o momento que o adiantaram, uma determinada parcela da produção anual, que deixou de servir como capital e foi desviada para servir como renda; esta parcela deixou de manter trabalhadores produtivos e foi desviada para a manutenção de trabalhadores improdutivos, e para ser gasta e desperdiçada, geralmente no decurso de um ano (...).

Para Smith a dívida pública é uma pequena parte do fundo produtivo que é transformada em renda ao ser emprestada ao Estado; Smith, entende que o dinheiro não

é componente da renda nacional, sendo meio necessário à circulação desses valores, não existindo stock de dinheiro reservado a qualquer outro fim que não a circulação do somatório de valor-produto social anual, o que impossibilita deduzir outra fonte interna à economia nacional possível de empréstimo ao Estado; como renda adicional é um valor ainda a ser criado e obtido através da aplicação do fundo produtivo, resta a esta parcela ser a fonte necessária aos empréstimos estatais (Trindade).

Sob o ponto de vista do capitalista individual, o Smith (1988c:179) considera o empréstimo de dinheiro ao Estado um processo normal de acordo com a grande quantidade de fundos monetários nas mãos de grandes comerciantes e manufactores, sendo esta execução considerada como qualquer outra que possibilitava ganhos crescentes aos proprietários desse capital de empréstimo:

Um país que tem em abundância comerciantes e manufactores necessariamente conta com enorme número de pessoas sempre em condições, se o quiserem, de adiantar ao Governo uma soma altíssima de dinheiro (...). Ao emprestar dinheiro ao Governo, em momento algum reduzem sua capacidade de levar avante seus negócios e suas manufacturas. Pelo contrário, geralmente essa capacidade aumenta (...). O comerciante ou a pessoa rica ganha dinheiro emprestando dinheiro ao governo (...)

Segundo Smith a dívida pública não beneficia a sociedade, e por isso defende o equilíbrio das contas governamentais e a necessidade da formação de um fundo de amortização da dívida pública, ainda que considerasse que os Estados não podem evitar a utilização dos empréstimos públicos como mecanismo auxiliar de financiamento das suas despesas extraordinárias.

É de realçar que Smith fazia a diferença entre o uso de recursos fiscais pelo Estado e o uso dos empréstimos. De acordo com Trindade (2006 p.9):

(...) seu entendimento era que os impostos incidiam exclusivamente sobre a renda, sendo uma parcela da renda líquida social que se destinava ao sustento da capacidade improdutiva do Estado, o que segundo ele era mero desvio do uso particular improdutivo de riqueza. No caso de gastos públicos pagos com emissão de títulos da dívida pública, ocorreria destruição de capital, materializando-se “desvio de uma

parcela da produção anual, anteriormente destinada a manter mão-de-obra produtiva para a manutenção de mão-de-obra improdutivo”.

De acordo com a teoria clássica, o financiamento movimenta em torno da decisão de efectuar o empréstimo ou aumentar os impostos. Envolve, no primeiro caso, uma escolha entre aumentar o consumo da geração presente, elevando as taxas de produção e de emprego, beneficiando a geração actual em prejuízo das gerações futuras, ou, no segundo caso, retirar esses recursos da geração presente para o financiamento de investimentos que irão proporcionar benefícios às gerações futuras, sacrificando a geração presente.

Trata-se, pois, de uma questão que procura um ponto de equilíbrio, conforme o cenário político, económico e social vigente em uma determinada unidade económica, de maneira a harmonizar-se um nível de investimentos e de financiamentos que proporcione o consumo privado das gerações presentes, sem comprometer as gerações futuras, e realizar os investimentos necessários para o futuro sem grandes sacrifícios para a geração presente.

A política fiscal, com o objectivo de aumentar os níveis de crescimento, utiliza o financiamento por colecta de impostos, enquanto a política fiscal destinada a suportar o consumo presente se apoia no financiamento por empréstimos.

Tratando-se de déficits primários, em que as despesas são maiores do que as receitas próprias, e também dos investimentos em obras e serviços de pouca durabilidade, o financiamento por meio de impostos seria a alternativa mais correctamente aplicável.

A utilização do endividamento como forma de financiamento se justifica quando o deficit público é responsável pelo processo inflacionário, o que inviabilizaria a sua cobertura através da emissão de moeda e apresentaria um cenário desfavorável para o aumento de taxas e impostos.

Tratando-se de déficits primários, em que as despesas são maiores do que as receitas próprias, e também dos investimentos em obras e serviços de pouca durabilidade, o financiamento por meio de impostos seria a alternativa mais correctamente aplicável.

A utilização do endividamento como forma de financiamento se justifica quando o deficit público é responsável pelo processo inflacionário, o que inviabilizaria a sua cobertura através da emissão de moeda e apresentaria um cenário desfavorável para o aumento de taxas e impostos.

Considera-se também os financiamentos para investimentos de longo prazo e longa duração, beneficiando várias gerações de modo que também os custos, assim como os benefícios, sejam distribuídos entre a população efectivamente favorecida, de acordo com os princípios da equidade entre as gerações e o pagamento conforme o uso.

2.4 Teoria da Equivalência Ricardiana

A Teoria da Equivalência Ricardiana defende que não há diferença entre o financiamento do deficit público, via tributos ou endividamento. De acordo com esta teoria, a dívida pública actual se equivale aos impostos futuros, e que os impostos futuros a serem usados para o pagamento da dívida são idênticos aos impostos presentes, deferindo apenas quanto ao momento da sua cobrança.

A construção ricardiana diz respeito a aceitação, pelos agentes económicos, da equivalência futura entre a taxação tributária e o pagamento de qualquer dívida emitida pelo governo. O efeito essencial desta forma de interpretação é a não diferenciação entre tributação e endividamento como formas de financiamento das despesas públicas.

De acordo com a teoria de David Ricardo² a diferença do financiamento público por impostos ou pelo endividamento é irrelevante.

Segundo Ricardo (1982:114), citado por Trindade, todos os impostos incidem sobre o capital ou sobre o rendimento, de tal maneira que, se os mesmos incidirem sobre o capital, provocarão uma diminuição dos fundos produtivos da economia e incidindo sobre a renda líquida “reduzirão a acumulação ou forçarão os contribuintes a poupar o montante do imposto, realizando uma redução correspondente no seu anterior consumo improdutivo de bens de primeira necessidade e de luxo”.

Trindade observa que Ricardo (1982), determina a identidade entre dívida pública e tributação, o que equivale, na história das finanças públicas, o fundamento para um debate que se arrasta até o presente, seja sob a forma dos limites de financiamento da

d dívida pública diante da capacidade fiscal do Estado, seja pela condição do equilíbrio orçamental como pressuposto das despesas ordinárias do Estado. Segundo Ricardo (1982:171-172),

Quando se obtém 20 milhões por meio de um empréstimo para as despesas de um ano de guerra são 20 milhões que se retiram do capital produtivo de um país. O milhão anual que é arrecadado pelos impostos para pagar os juros desse empréstimo é simplesmente transferido daqueles que o pagam para aqueles que o recebem, do contribuinte para o credor do país. A despesa real é constituída pelos 20 milhões e não pelos juros que devem ser pagos por eles. O país não ficará nem mais rico nem mais pobre se os juros forem ou deixarem de ser pagos. O Governo poderia obter imediatamente os 20 milhões sob a forma de impostos. Nesse caso não seria necessário arrecadar impostos anuais no montante de 1 milhão. No entanto, isso não alteraria a natureza da operação. Um indivíduo em vez de pagar 100 libras anuais poderia ser obrigado a pagar 2000 libras de uma só vez (...).

Analisando o trecho acima exposto, Trindade concorda com a afirmação de que os rendimentos dos títulos públicos representam, em última instância³, uma parcela dos impostos arrecadados na economia e transferidos aos credores do Estado, porém diz que:”equivoca-se Ricardo ao afirmar que a despesa real é constituída somente pelo principal da dívida absorvida pelo Estado, considerando os juros uma magnitude neutra, um valor apenas trocado de mãos. O raciocínio aqui presente refere-se à condição de renda dos valores referentes aos impostos pagos e juros recebidos. Não necessariamente os juros serão gastos como renda, podendo alimentar os fundos de capitais de empréstimo nacionais ou, como no caso da dívida pública externa, serem remetidos ao exterior.”

A última assertiva é a que se convencionou denominar de “equivalência ricardiana” entre a tributação e o empréstimo público: o “Governo poderia obter imediatamente os 20 milhões sob a forma de impostos (...), isso não alteraria a natureza da operação”.(Trindade p.19)

Ricardo estabelece esta identidade considerando as hipóteses básicas no seguinte: i) todo valor produzido na economia destina-se a algum tipo de consumo: produtivo ou improdutivo, deduzida a parcela da renda líquida destinada ao consumo improdutivo dos capitalistas, todo o restante destinava-se a aplicação produtiva como capital. Desse modo, tanto os impostos compreendem uma dedução da parcela da riqueza nacional que poderia reverter-se em capital como também os empréstimos ao Estado; ii) o capital é um stock que a cada ano acrescenta-se e repõem-se valores resultantes da renda líquida, compreendidas ambas as operações – impostos ou empréstimos – como dedução do consumo produtivo, como acima exposto.

Trindade conclui que com base no raciocínio exposto, Ricardo concebe a identidade tanto entre o sistema de dívida pública e de receita fiscal como também entre dívida pública e dívida privada, entendendo que uma “dívida garantida pela nação em nada difere de uma transacção mencionada anteriormente (privada). A justiça e a boa fé exigem que os juros da dívida nacional continuem a ser pagos, e aqueles que investiram seus capitais para benefício geral não devem ser privados de suas justas pretensões por razões utilitaristas”.

Como salienta Garselaz, James M. Buchanan, em sua obra “Principles of Public Debt”, 1958 (apud Herber, 1975), reabriu o debate através da aquisição no mercado interno dos títulos da dívida pública. Segundo Buchanan, as pessoas adquirem títulos da dívida por livre vontade, pensando não só em ganhos futuros bem como na devolução do principal, daí que elas não suportam a carga da dívida pública. Além disso essas pessoas beneficiarão dos juros referentes aos títulos que adquiriram. Tendo em conta que os títulos da dívida pública são adquiridos voluntariamente, não são considerados sacrifícios para a geração presente, mas, sim, para as gerações futuras, que terão a obrigação de efectuar o pagamento de juros e da amortização dos títulos. Sustenta ainda que os impostos presumem uma verdadeira carga real, uma vez que, não existindo a dívida, tais impostos não teriam que ser pagos pelas gerações futuras, como, por exemplo, se a geração presente optasse financiar os gastos através de impostos e não de endividamento, podia obter lucros, aplicando as suas economias em outro tipo de investimento financeiro.

2.5 Consequências da Dívida Pública

A dívida pública, se ocorrer de forma adequada, poderá acarretar um salto na economia, como uma ferramenta para os governos financiarem seus investimentos e os seus demais gastos.

Entretanto, se a dívida aumentar de maneira excessiva, poderá esta surgir como um empecilho ao crescimento, fazendo com que o ente governamental envolva parte dos seus recursos ganhos com a rolagem desta dívida, prejudicando futuros investimentos e benfeitorias para a população, como, por exemplo, a redução de políticas sociais e de obras públicas.

Além disso, a necessidade de geração frequente de grandes superávits primários envolverá a capacidade de gastos e de investimento do governo.

Entende-se por superávit primário a diferença entre a receita e a despesa operacional do ente público.

Os juros poderão se elevar significando o aumento do problema da concentração de renda no país, devido à passagem de recursos de um sector da sociedade (empresas e indivíduos que pagam impostos) para outro (os credores da dívida)

2.6 Princípio da equidade entre gerações

A visão económica clássica defende a transferência entre gerações dos encargos resultantes da dívida pública, desde que essa dívida tenha sido constituída para financiar investimentos de longa duração, que venham a beneficiar as gerações futuras. Assim, a geração presente não diminui a quota de sua renda destinada ao consumo, proporcionando às gerações vindouras poupança que pode ser utilizadas para pagar o financiamento e os investimentos gerados no passado. A geração futura ficaria com os bens, equipamentos e infra-estrutura para a prestação dos serviços públicos, em troca da amortização ou do pagamento dos juros da dívida, evitando, por isso que apenas uma geração suporte o encargo dos custos de investimento público de longa duração.

No século XIX se criticou o recurso ao crédito público, por ser uma forma de transferir encargos das gerações presentes para as gerações futuras,

vinculadas ao reembolso. Esta crê-se ser válida, sempre que o emprego do empréstimo se não dirija a aplicações reprodutivas (ou, claro, de sobrevivência nacional): se ele der origem a um aumento do rendimento nacional, afinal também as gerações futuras beneficiarão disso...(Sousa Franco 2008, p.90)

Pensando assim, não restam dúvidas que a transferência de dívida para o futuro não é aceite quando esta financia tão-somente as despesas do presente, tornando ilegítima a translação dos encargos sem os correspondentes benefícios. “Segundo Musgrave (1976), a questão principal consiste em saber de que forma se distribui ao longo do tempo o ônus da dívida, isto é, qual a incidência intergerações. A equidade intergeracional será obtida quando cada geração for tributada de acordo com os benefícios recebidos, de tal maneira que o endividamento seja uma forma de distribuir os custos financeiros entre as diversas gerações, de forma proporcional aos bens e serviços postos à disposição” (Garsalez).

2.7 Produto Interno Bruto e suas limitações

O **produto interno bruto (PIB)** representa a soma (em valores monetários) de todos os bens e serviços finais produzidos numa determinada região (quer sejam países, estados ou cidades), durante um período determinado (mês, trimestre, ano, etc). O PIB é um dos indicadores mais utilizados na macroeconomia com o objectivo de mensurar a actividade económica de uma região.

Na contagem do PIB, considera-se apenas bens e serviços finais, excluindo da conta todos os bens de consumo de intermediário. Isso é feito com o intuito de evitar o problema da *dupla contagem*, quando valores gerados na cadeia de produção aparecem contados duas vezes na soma do PIB.

O **PIB**, é uma medida de fluxo de produção - produção por unidade de tempo (ano). Por isso, ele não considera estoques de capital (economia), que em última instância são importantes componentes determinantes dos fluxos de produção, como por exemplo, capital social, capital humano, capital natural, nível de eficiência de instituições.

O PIB per capita é frequentemente usado como um indicador, seguindo a ideia de que os cidadãos se beneficiariam de um aumento na produção agregada do seu país. Similarmente, o PIB per capita não é uma medida de renda pessoal. Entretanto, o PIB pode aumentar enquanto a maioria dos cidadãos de um país ficam mais pobres, ou proporcionalmente não tão ricos, pois o PIB não considera o nível de desigualdade de renda de uma sociedade.

Distribuição de Riqueza - O PIB não leva em consideração diferenças na distribuição de renda entre pobres e ricos. Entretanto, diversos economistas ressaltam a importância da consideração sobre desigualdade sobre o desenvolvimento económico e social de longo prazo.

Qualidade de bens e serviços - Caso dois bens tenham qualidades diferentes, mas sejam vendidos a um mesmo preço, o valor registrado pelo PIB será o mesmo. Isso leva a distorções da percepção de bem-estar, por exemplo, se uma cidade produzir bolos de óptima qualidade pelo mesmo preço de bolos ruins da cidade ao lado, o PIB calculado para as duas será o mesmo, porém, a qualidade de vida e de consumo será diferente entre elas.

Transacções não comerciais - O PIB exclui actividades produtivas que não ocorrem dentro do mercado, tal como serviços voluntários não pagos, produção para consumo próprio, ou produtos e serviços de livre acesso trocados pela internet.

Transacções clandestinas - O PIB não conta actividade que contribuem para a produção, mas que não passam pelo mercado oficialmente, como actividades de contrabando e venda de produtos ilegais.

Mercado Informal - Pequenos negócios e serviços não formalizados e registrados não são registrados.

Externalidades - O PIB ignora a presença de externalidades (efeitos não contabilizados pelo mercado), como, por exemplo, danos ao meio ambiente. Assim, um país que cortar e vender todas suas árvores terá um aumento em seu PIB, mesmo que os efeitos sociais sejam negativos devido à poluição, perda de biodiversidade, área de lazer etc.

Crescimento de longo prazo - O PIB anual não é um indicador de longo prazo. Ele aponta para variações que podem vir de oscilações económicas momentâneas, como ataques especulativos, bolhas de crescimento, descoberta de jazidas de recursos naturais. Nada garante que o crescimento será mantido ou distribuído pela sociedade.

2.8 O Deficit Fiscal como estimulador da Dívida Pública

Efectuado o planeamento do Governo, a partir da previsão da arrecadação das receitas e da fixação das despesas, surgem as actividades públicas através de prestações de serviços e bens públicos, em que os valores arrecadados financiam os gastos.

Os deficits orçamentais surgem quando há baixa capacidade de poupança do governo, em simultâneo com a necessidade de investimento público, proporcionando o surgimento do endividamento público. Segundo Keynes, em períodos de crise económica, a política dos défices orçamentais constitui uma terapêutica para aguentar a actividade global.

O deficit fiscal, apesar de ser um factor económico gerador do desequilíbrio orçamental, ou seja, pré-condição necessária para a criação da dívida pública, não é sinónimo desta. Como observa Garselaz (2000, p.19-20):

Ao incorrer em deficit, o governo passa a administrar uma situação de desequilíbrio orçamentário, necessitando recorrer ao sector privado para, de alguma forma, buscar os recursos necessários à sua cobertura. A dívida pública constitui-se num dos meios de que dispõe o administrador público *para financiar deficits orçamentários ou fiscais*.

2.9 O desequilíbrio orçamental

O Orçamento é uma previsão de receitas e despesas, e tratando-se do Orçamento do Estado este contém mais elementos, designadamente, a concessão de uma autorização para gastar e cobrar impostos pelos representantes populares e a limitação dos poderes do Governo e da administração na respectiva execução. É um instrumento de política de governo, segundo as palavras de Sousa Franco (2008, p.336) que o definiu como:

Uma previsão, em regra anual, das despesas a realizar pelo Estado e dos processos de as cobrir, incorporando a autorização concedida à Administração Financeira

paracobrar receitas e realizar despesas e limitando os poderes financeiros da Administração em cada período anual.

Constituem receitas do país: o total dos impostos, as multas e outras penalidades, as taxas, preços públicos e contribuições especiais, os rendimentos financeiros, as transferências, e outras receitas previstas na lei. Essas receitas são, a priori, o montante de recursos de que o governo disporá para financiar suas próprias despesas, entre elas os encargos fixos e permanentes com o pessoal, os contratos de empreitada e de fornecimento em curso, as despesas permanentes objecto de contratos, o reembolso de empréstimos contraídos e as transferências correntes e de capital impostas por lei ou assumidas pelo Estado. A diferença entre as receitas e as despesas de funcionamento do governo determinará a poupança do governo em conta corrente. Esse resultado constituirá dotação financeira que o governo terá disponível para suportar novos projectos de investimentos tais como: estradas, energia, comunicações, saneamento, escolas e hospitais, entre outros. A soma das despesas do funcionamento do governo com as despesas dos investimentos resulta na despesa total do governo. Assim, resultam três relações possíveis entre receitas e despesas:

- i) superavit, quando as receitas forem maiores que as receitas totais do governo;
- ii) equilíbrio, quando receitas e despesas forem iguais;
- iii) deficit, quando as despesas do governo forem maiores que as receitas.

O equilíbrio orçamental é uma das regras polénicas do orçamento. Em princípio dá a impressão de ser um bom modelo. Poderá haver circunstâncias em que o deficit pode causar inflação, como a falta dele poderá significar uma indesejada recessão. De acordo com a teoria keynesiana, a ausência ou redução acentuada nas despesas do governo poderá causar desequilíbrios económicos mais prejudiciais à população do que o deficit orçamental. Conforme salienta, Aliomar Baleeiro (1981,p.403):

A preocupação não deve residir em equilibrar o orçamento como se este fosse um fim em si mesmo e não simples meio ao serviço da prosperidade nacional. Não se trata de equilibrar o orçamento mas fazer com que este equilibre a economia nacional. Sua tarefa é afastar inflações e deflações, mantendo estável e no ponto ótimo a economia,

de sorte que os investimentos absorvem toda a poupança sem exceder-na nem ficarem abaixo dela.

2.10 Métodos de averiguação do deficit público

Há diferentes formas de apurar o deficit público. A realidade orçamental de um governo tanto pode ser averiguada através da dívida governamental, como por critério da política fiscal. O deficit pode ainda ser classificado como de caixa ou por competência, segundo o momento a ser considerado no cálculo. Conforme a característica das despesas e receitas que o constituem, pode ainda ser *primário, nominal e operacional*.

a) Deficit pelo critério da dívida Governamental.

De acordo com esse critério, as transações que afectam o deficit são classificadas como acima da linha, isto é como elementos da receita e despesa, tais como os juros sobre a dívida, e abaixo da linha, como por exemplo a amortização de empréstimo. Sendo assim a diferença entre a dívida pública total pendente no início e no fim do ano, será igual ao deficit fiscal. O valor apurado é chamado de Necessidade de Financiamento do Sector Público (NFSP) e é originado pela variação anual dos saldos líquidos das contas de financiamento das instituições financeiras que concedem crédito ao sector público. Valores positivos significam deficits, e valores negativos, superávits. Essa modalidade de cálculo comporta ainda as subdivisões de deficit primário, nominal e operacional. Para o cálculo do deficit segundo a óptica das NFSP, consideram-se como sector público o governo, os Municípios e as empresas públicas. Esse critério é preconizado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI).

b) O deficit público pelo conceito das contas nacionais

Trata-se do resultado das contas do sector público, que representa o excesso de despesas do Governo em relação às suas receitas. Pode ser classificado como **deficit primário**, quando o resultado das contas públicas exclui juros e correcção monetária; **deficit nominal**, quando além das receitas e despesas inclui os gastos com o pagamento de juros da dívida pública; e **deficit operacional**, quando toma em conta apenas os juros reais, corresponde ao resultado real das contas públicas.

c) O deficit de caixa

Refere-se ao confronto entre as receitas e as despesas constantes do orçamento fiscal e monetário. Exclui o excesso das despesas públicas efectuadas no âmbito do financiamento junto das instituições bancárias e não bancárias. Portanto o deficit de caixa diz respeito apenas as despesas do governo efectivamente realizadas e receitas efectivamente recebidas, durante um mesmo período, isto é um ano.

d) O deficit de competência

Considera-se os valores previstos para o ano fiscal, independentemente da sua efectivação. No fecho do ano fiscal corre-se o risco de considerar receitas e despesas que não forem realizadas o que põe em causa a credibilidade desses valores, uma vez que as receitas poderão não ser arrecadadas no prazo previsto.

2.11 Opções de cobertura do deficit público

Conforme o cenário económico vigente e/ou a política do partido no poder, podem ser utilizadas as seguintes alternativas para financiamento do deficit: emissão de moeda; aumento de preços de bens e serviços; criação de novos impostos, através de venda de activos e endividamento público.

O recurso à emissão de moeda é um meio de política monetária utilizada pelo governo com o objectivo de fornecer, ao sistema económico, moeda que garanta o desenvolvimento das actividades económicas e mantenha a liquidez do sistema.

Entanto, a emissão monetária possui limitações para cobertura do deficit, pois não é recomendada quando a economia estiver sujeita a processos inflacionários, uma vez que poderiam criar efeitos contrários aos objectivos da política económica, ou seja, ainda que num dado momento o deficit das contas públicas seja eliminado pela emissão de moedas, em um primeiro momento poderia provocar para a sociedade um desequilíbrio financeiro. Segundo as palavras de Garselaz (2000, p.24-25):

O recurso de emissão de moeda somente poderá ser utilizado num cenário não susceptível a processos hiperinflacionários e desde que tenha suporte no aumento do volume de bens e serviços gerados no país, isto é quando o aumento na geração e

circulação de bens esteja a exigir uma expansão no meio circulante. Caso contrário, o financiamento do deficit por emissão monetária, embora provoque uma descompressão sobre as contas públicas num determinado período, no momento seguinte poderá causar um maior desequilíbrio financeiro por conta do aumento do processo inflacionário.

Aumento de preços de bens e serviços públicos.

Essa alternativa encontra seu limite na capacidade da população de absorver tais aumentos, o que somente poderia ocorrer num cenário em que se encontrasse abundância de recursos em poder dos particulares, destinatários desses bens e serviços, sob pena de se tornar também um ponto de pressão sobre os índices de inflação.

O financiamento do deficit via criação de novas receitas provenientes de recursos gerados com venda de activos, especialmente as que se referem a privatizações de empresas publicas, estatais e de economia mista, é tema de grande controvérsia que tem sido motivo de importantes debates ideológicos a respeito da legitimidade que teriam os actuais governantes de, em nome do equilíbrio orçamental, se desfazerem do património publico constituído há décadas e pelas gerações passadas.

O financiamento via endividamento público será analisado no tópico seguinte.

2.12 O Crédito Público, fonte de Recursos de Desenvolvimento

De um modo geral, a teoria das finanças públicas gira em torno da existência das falhas de mercado, que tornam necessária a presença do governo, uma vez que são fenómenos que impedem que a economia alcance o estado de bem-estar social através do livre mercado sem interferência do governo.

São consideradas falhas do mercado: a existência dos bens públicos, a existência de monopólios naturais, as externalidades, o desenvolvimento, o emprego e a estabilidade.

Essas falhas requerem a intervenção do governo, e daí aparecem as funções alocativas, distributivas e estabilizadoras do governo.

A Função alocativa relaciona-se com a alocação de recursos por parte do governo, a fim de oferecer bens públicos (ex. rodovias, segurança), bens semi-públicos (ex. educação e

saúde), desenvolvimento (ex. construção de fabricas), enquanto que a função distributiva consiste na redistribuição de rendas realizada através das transferências, dos impostos e dos subsídios governamentais. Um bom exemplo é a destinação de parte dos recursos provenientes de tributação ao serviço público de saúde. Cabe à função estabilizadora aplicar diversas políticas económicas a fim de promover o emprego, o desenvolvimento e a estabilidade, diante da incapacidade do mercado em assegurar a concretização de tais objectivos.

O Estado, ao cumprir essas funções do governo, precisa de recursos financeiros para investimentos, a fim de fomentar o desenvolvimento económico e social.

Assim, ao assumir o papel de promotor de desenvolvimento, o Estado tem de gastar recursos. Tendo em conta que o Estado não produz recursos, ele tem de ir buscar esses recursos a qualquer lado. Existem três formas essenciais de o Estado ir buscar recursos à economia: os impostos, o endividamento e a emissão de moeda. Portanto, aumentar os impostos é uma das alternativas, mas até um certo limite, de modo a não prejudicar a população, sendo certo que a partir desse ponto o desenvolvimento terá que ser financiado via endividamento. Cita-se a propósito Sousa Franco (2008, p.384):

Em sentido contrário, observaram os Keynesianos, que designaram na década de trinta, os resultados desta política não eram neutros, antes agravavam a depressão: pois o aumento dos impostos ia reduzir a possibilidade de os particulares realizarem despesas; e a contracção das despesas não contribuía à actuação pública qualquer efeito que contrariasse a evolução conjuntural, antes agravava a insuficiência da despesa efectiva global que caracterizava a depressão.

Os impostos, por serem claros e conhecidos, têm elevados custos políticos. Como diz César das Neves (2008, pag. 81) “nenhum governo gosta de ser visto a lançar os impostos”. Por isso aparecem outras formas de financiar as intervenções do Estado. Uma dessas formas é a dívida pública, pela qual o Estado pede dinheiro emprestado, dentro ou fora do país.

Assim, o crédito público constitui-se em importante fonte de recursos para o desenvolvimento dos países, mas desde que a sua utilização seja bem definida e

destinada exclusivamente a projectos de investimentos, contribuindo assim para o aumento do Produto interno Bruto desses mesmos países.

Caso contrario, conforme salienta Garselaz (2000.p.19) :

A utilização indiscriminada e sem qualquer critério lógico, dessa modalidade de financiamento tem levado as economias emergentes a uma inegável e concreta situação de dependência em relação aos países financiadores, ao ponto de se constituir em verdadeira tutela económica e financeira e, em alguns casos em tutela política. Nesses casos, a busca do desenvolvimento auto-sustentável por meio de financiamentos externos resulta numa situação completamente inversa daquela inicialmente almejada, ou seja, a dependência económica, financeira e política em relação aos organismos financeiros internacionais que representam os países financiadores.

Capítulo III – Dívida pública cabo-verdiana

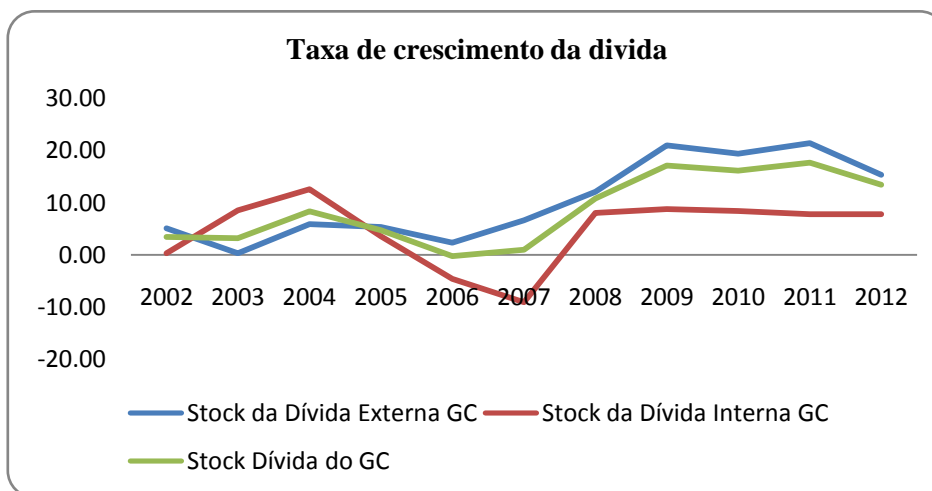
Neste capítulo vai ser apresentado uma abordagem geral da dívida pública de Cabo Verde, na óptica da dívida do Governo Central, considerando que ainda não existe uma estatística consistente da dívida pública no seu sentido lato. Serão desenvolvidos temas importantes da dívida pública de Cabo Verde tais como: i) a sua evolução histórica edinâmica, que será analisada num horizonte temporal dezoito anos, subdividido num período antes e depois da crise financeira de 2008; ii) a sua estrutura; iii) uma análise da sua sustentabilidade; iv) as medidas de políticas de endividamento e de gestão da dívida implementadas durante o período em análise.

3.1- Análise histórica da evolução e da dinâmica da Dívida Pública cabo-verdiana de 2002 a 2013

A dívida do Governo Central de Cabo Verde atingiu o valor provisório de 151.941,26 milhões de CVE em 2013. Ela evoluiu significativamente durante os últimos cinco anos por razões que serão apresentados abaixo. No gráfico 3 apresenta-se os dados dos últimos onze anos que servirão de base para a análise da sua evolução que será feito, como já acima mencionado, em duas fases distintas:

A. A primeira fase é o período antes da crise de 2008. Neste período o crescimento do valor nominal da dívida era pouco expressiva. A média do crescimento era de 3,4% sendo a dívida externa de 4,3% e a dívida interna de 1,91%. Na verdade, neste período a performance de todos os indicadores macroeconómicos da dinâmica da dívida ou seja os indicadores que influenciam directamente ou indirectamente a variação do stock da dívida, tais como o défice orçamental, o crescimento económico, a evolução da taxa de câmbio, a inflação, entre outros, evoluíram no sentido que não impulsionavam o crescimento da dívida.

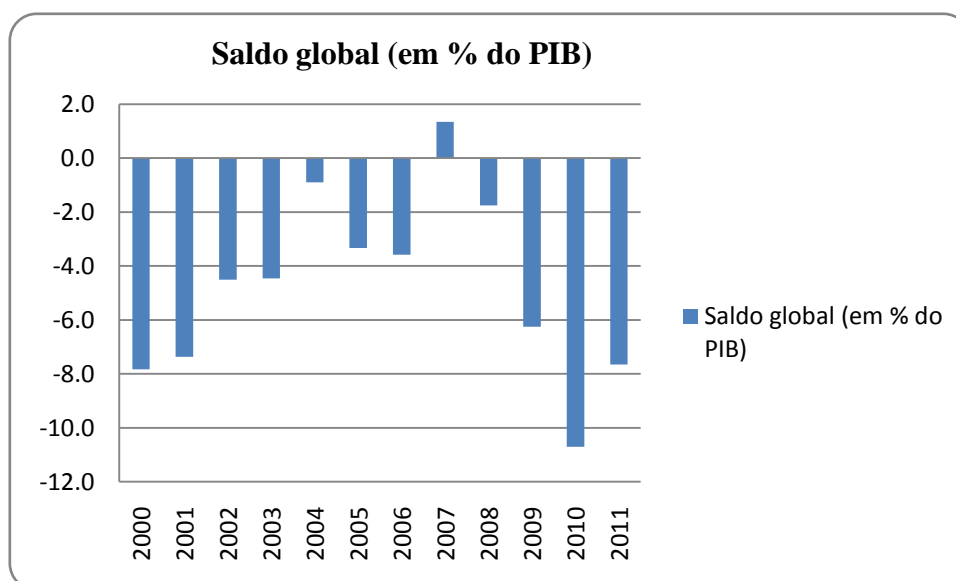
Gráfico n.º 1: Taxa de crescimento da Dívida do GC



Fonte: BCV, MFP

O saldo orçamental que é o indicador que quantifica a necessidade de financiamento do Estado durante um ano, ou seja, o *GAP* de financiamento que o Estado não conseguiu financiar com receitas próprias e que deverá ser financiado, normalmente com recurso à empréstimo ou em casos pontuais, com recursos financeiros provenientes de alienação de património ou de ajuda. Este, durante o período em análise, teve tendência decrescente chegando mesmo a ser positivo em 2007 o que significa que o Estado não teve necessidade de se endividar no ano, pelo contrário, conseguiu acumular haveres que lhe serviria para ser utilizado no financiamento do orçamento do ano seguinte.

Gráfico n.º 2: Saldo Global (em % do PIB)



Fonte: BCV, MFP

Da análise que se fez, a performance do saldo orçamental foi resultado de políticas orçamentais restritivas bem como de reformas fiscais implementadas durante o período. Destaca-se o IVA, que foi implementado em 2004 e que contribuiu fortemente para aumentar as receitas fiscais do Estado e consequentemente para melhoramento da balança do orçamento do Estado. A título de exemplo se informa que no ano da implementação do IVA, o défice orçamental situou-se a (0,9%) do PIB, contra um défice de (4,5%) do ano precedente, portanto uma diminuição relevante de um ano para outro.

Por outro lado, o crescimento económico também contribuiu positivamente para o crescimento sustentável da dívida. O PIB nominal crescia de forma muito mais expressiva de que a dívida, com repercussão positiva na sustentabilidade da mesma como nos mostra o rácio da relação do PIB e dívida que é um dos indicadores de avaliação do risco de endividamento. Este teve em geral uma tendência decrescente, atingindo em 2008 o valor de 57%, um valor inferior ao que foi instituído na Lei de enquadramento orçamental 78/V/98. A Lei em referência define o limite de endividamento do Governo central no valor de 60% do PIB. A proporção alvejada era de 40% para dívida externa e 20% para a interna. Limitou igualmente o nível de endividamento interno líquido a 3% do PIB ao ano.

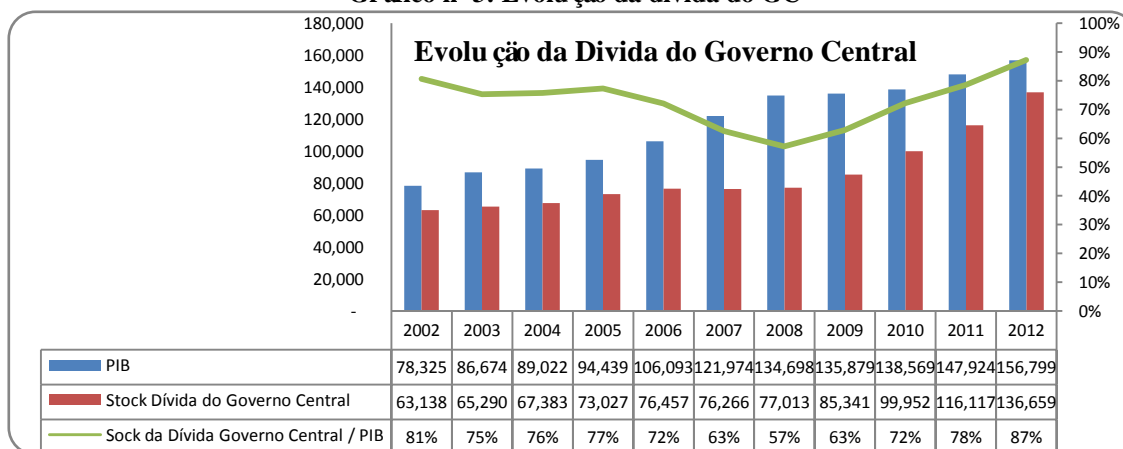
Com a criação da Lei acima citada entende-se que foram preconizados objectivos importantes para o endividamento do país, dos quais salientam-se os seguintes:

- Manter o endividamento a um nível controlado de forma a manter espaço orçamental para políticas económicas anti-cíclicas e pró-cíclicas caso necessário;
- Contratar mais a nível internacional para conseguir recursos financeiros numa melhor relação de custo e risco;
- Evitar o efeito de crowding out na economia, ou seja evitar concorrência entre o Estado e sector privado ao recurso financeiro disponível no país;
- Manter a dívida de forma sustentável para assegurar a credibilidade junto de parceiros e aceder aos recursos no mercado financeiro a custo controlado.

Ressalva-se que no período em análise, o GOVCV tinha acordado com FMI, um programa de seguimento e avaliação de políticas económicas, com especial atenção para

políticas orçamentais, com várias metas entre os quais se destacam as seguintes: i) o aumento do controlo de despesas públicas, com o fito de reduzi-la ou minimizar/conter o seu crescimento; ii) implementação de reformas fiscais que contribuíssem para o alargamento da base tributária e redução do nível da fuga e da evasão fiscal, visando o aumento de receitas e iii) entre outros objectivos acordados, reduzir o nível de endividamento interno líquido em torno de 20% até o final de 2009. Este último objectivo será destacado na análise individual da dívida interna.

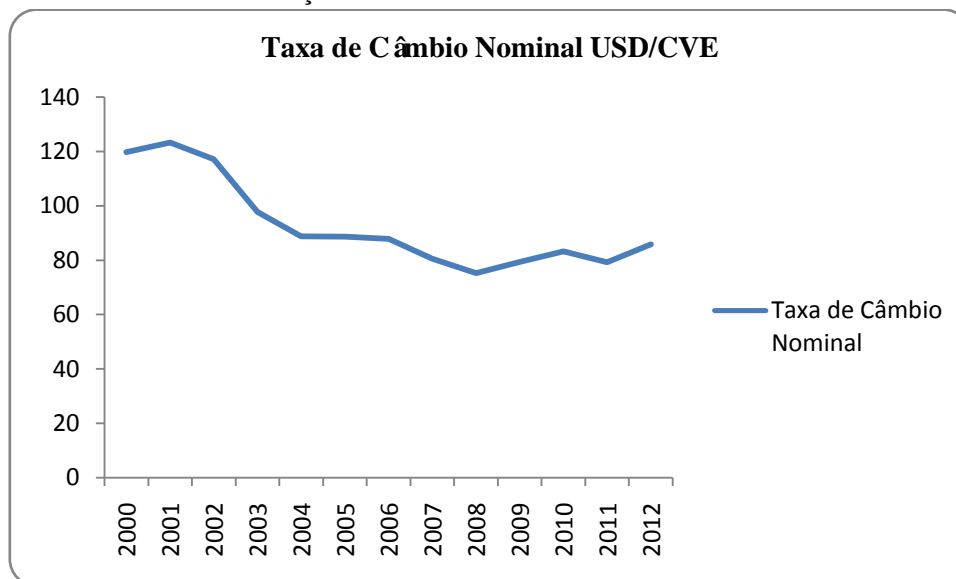
Gráfico n.º 3: Evolução da dívida do GC



Fonte: MFP, INE

No gráfico n.º 4 infra apresenta-se a evolução da taxa de câmbio do USD em relação ao CVE, um dos elementos muito importante da evolução de dívida nominal. Como se pode constatar este indicador também teve em geral uma tendência descendente, mostrando que ao longo do período em referência houve uma depreciação considerável do USD em relação à moeda local. Este facto é muito importante na gestão da dívida, considerando que o portfólio da dívida do Governo central é na sua maioria constituída por dívida externa, portando o serviço e o stock deste componente são feitos em divisas. Mais abaixo destacar-se-á o risco de uma apreciação ou depreciação de divisas que constituem o portfólio da dívida em relação ao CVE.

Gráfico nº4 Evolução histórica da Taxa de Câmbio Nominal USD/CVE



Fonte:WB

A segunda fase da análise da evolução e da dinâmica da Dívida Pública do Governo Central que se quer destacar é o período de 2008 a 2013. Neste período a dívida aumentou consideravelmente ultrapassando de longe o limite estipulado por Lei. O seu crescimento que era pouco expressiva entre 2002 e 2008 começou a ganhar expressão a partir 2008 e 2009. Este atingiu em 2010 um crescimento de 21%, em relação ao ano precedente, um crescimento nunca antes conhecido na história de endividamento de Cabo Verde independente.

A dívida externa é o componente que mais contribuiu para este aumento, atingindo o valor de cerca de 74,7% do total dívida em 2013. A parte interna da dívida crescia de uma forma mais tímida, mantendo-se em média no valor de 21% do PIB durante o período em referência.

Da análise que se fez, o crescimento expressivo da dívida no período em questão advém do aumento do défice orçamental provocado pelo incremento significativo de investimento público que é feito na sua maioria com recursos ao empréstimo. Os investimentos feitos enquadram-se no programa do Governo, portanto uma decisão política e como tal, tem as suas vantagens e inconveniências. Pergunta-se contudo, em que conjuntura socioeconómica foi tomada esta decisão?

Neste contexto, é de se referir que em 2007 e 2008 vários fenómenos económico-financeiros importantes aconteceram a nível internacional e um em particular em Cabo Verde. Estes fenómenos poderão estar na base de mudanças de decisões de políticas económicas que tiveram repercussão na dinâmica crescente da dívida.

Nos dois anos, sucessivas crises aconteceram a nível internacional. A primeira foi a petrolífera que rapidamente repercutiu no aumento do custo de produção e de transporte de produtos que por sua vez, provocou a crise alimentar. Em 2008 precisamente nos EUA, surgiu uma nova crise, imobiliária que velozmente provocou a crise bancária e em consequência exasperou uma crise da dívida soberana sobretudo na Europa.

Paralelamente ao acima exposto relativo a crise, em 2008 Cabo Verde foi graduado a um país de rendimento médio. Essa graduação foi motivada por várias razões entre as quais se destacam, a boa performance que o país conquistou no domínio da boa governação e da consolidação da democracia, na gestão macroeconómica e na gestão dos poucos recursos que o país dispõe e em particular na evolução positiva no índice de desenvolvimento humano. Contudo, o país continuava muito frágil no tocante a diversificação e consolidação de uma base de produção que lhe permitia ser mais produtiva e competitiva, ao ponto de assegurar um crescimento sustentável, fundada no dinamismo do sector privado.

Os fenómenos acima mencionados tiveram grande impacto no dinamismo das actividades económicas em Cabo Verde. A crise bancária e as suas consequências tiveram impactos negativos na procura interna e externa do sector privado que vinha alavancando a dinâmica do crescimento no país, actuando sobretudo no sector do turismo, mas concretamente no turismo imobiliário. Paralelamente a estes fenómenos económicos, a graduação do país ao patamar de países de rendimento médio, limitava Cabo Verde ao acesso aos empréstimos em termos concessionais, num horizonte que se previa de cinco anos.

Fase ao exposto é de se referir as situações que são consideradas motivos para que um Estado recorra ao empréstimo, são os seguintes:

- ❖ Motivo estrutural, quando existem problemas profundos em determinados sectores da economia e que se torna necessário reestruturá-los para torná-los funcionais e eficientes;

- ❖ Cíclica, quando a economia precisa de estímulos em casos de abrandamento do crescimento, motivado por exemplo por algum choque, externo ou interno; ou outros motivos que são apenas cíclicas;
- ❖ Motivos políticos, exemplo período antes de eleições e período de guerras etc.

No período em análise pode-se considerar que havia uma combinação dos três motivos acima referenciados. O mundo foi abalado pela crise, situação que atingiu o país directamente e atingiu os principais parceiros, afectando negativamente o desempenho da sua economia. Em Cabo Verde havia e ainda existe sectores da economia que precisam ser reestruturados para torná-los mais eficientes e competitivos. Também por coincidência, durante este período houve várias eleições políticas no país.

3.2- A estrutura da Dívida Pública Cabo-verdiana

A dívida do Governo Central de Cabo Verde situou-se, no ano 2013, em 151.941,26 milhões de CVE dados provisórios, representando 91,42% do PIB do ano. Ela é repartida em 69,02% por dívida externa e 22,42% concernente a dívida interna.

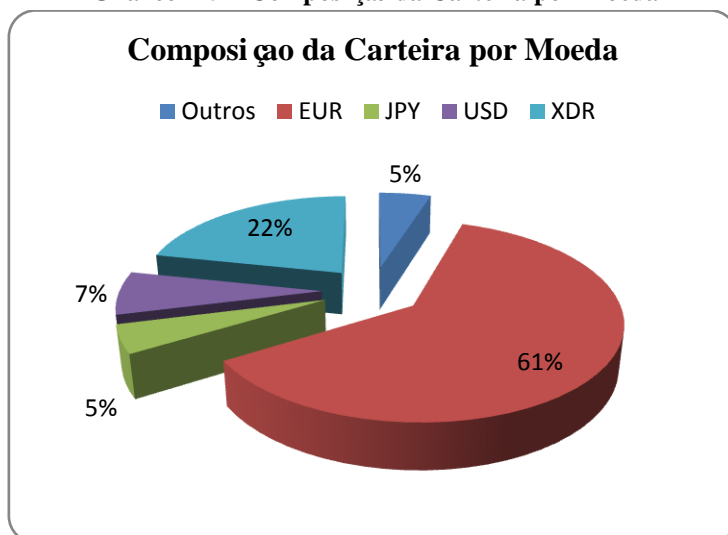
A parte interna da dívida é estruturada da seguinte forma: (i) 1.8% é constituída por dívida de curto prazo, representado por bilhetes de tesouro; (ii) 93,7% em dívida de médio e longo prazo, representado por obrigações de tesouro; (iii) 4,5% em outros créditos.

A dívida externa, é constituída exclusivamente por dívida de longo prazo, sendo a média da maturidade remanescente em 2013 em cerca de 24 anos. Em termos de grupo de credor ela está estruturada da seguinte forma: a) a Multilateral representa 47% do portfólio da dívida externa, b) a Bilateral representa 24% da dívida externa e c) a Comercial representando 29% das contratações junto de credores comerciais internacionais. Ressalva-se que as contratações junto de credores comerciais são na totalidade, contratadas juntos de Bancos Comerciais Portugueses e têm a bonificação de taxa de juros e garantia do Governo Português.

No que se refere à composição do portfólio da dívida do Governo Central, relativo a moeda, a taxa de juros e a maturidade, a estrutura é a seguinte:

- a) **A Moeda:** Existe no portfólio da dívida Externa do governo central de Cabo Verde um leque de quinze moedas, sendo as mais representativas, o Euro, representando 61%, o SDR com 22% e o USD em 7%. A dívida interna é contratada exclusivamente em CVE (ver o gráfico n.º 12 de representação da dívida externa em moeda de contratação).

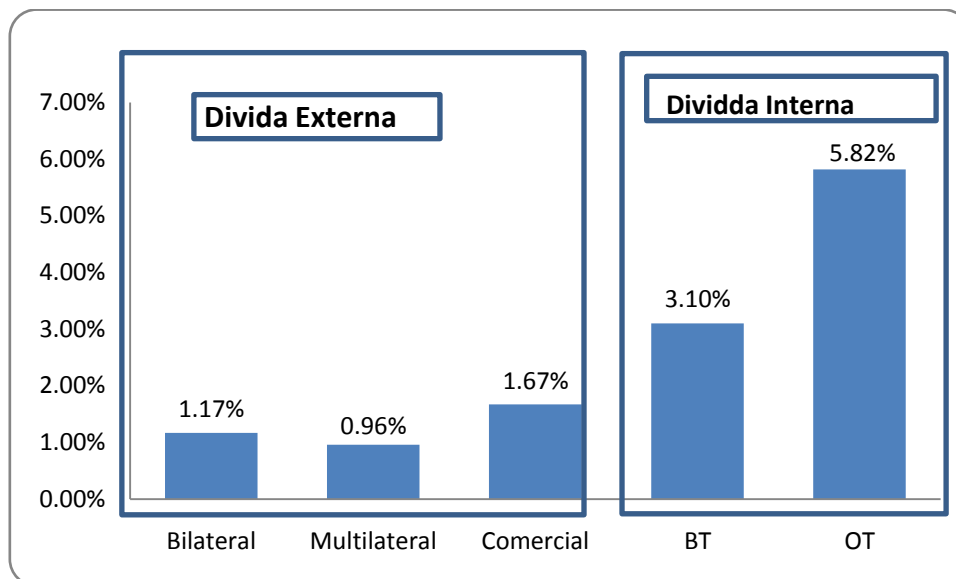
Gráfico n.º 5 – Composição da Carteira por Moeda



Fonte: MFP

- b) **A taxa de juros:** Esta é na sua maioria à uma taxa baixa e fixa. Para os empréstimos externo a média é de 1,0% sendo 0,96% para credores multilaterais, de 1,17% para bilaterais e 1,67% para empréstimos contratado junto dos credores comerciais. A taxa de juro da dívida interna é mais elevada comparativamente à taxa de juro da dívida externa. A sua média situou-se, para bilhetes de tesouro em aproximadamente 4% e para obrigações de tesouro em 5,39%, no ano em 2013;

Gráfico n.º 6 – Taxa Média de Juros



Fonte: BCV, MFP

- c) Maturidade: Relativamente a maturidade da carteira da dívida do governo central de Cabo Verde, ela é longa, quer para maturidade original, quer para maturidade remanescente. Ela situou-se em média, para maturidade original, em 34 anos para a dívida externa e em 7 anos para a dívida interna. Para a maturidade remanescente a média para a dívida externa é de 24 anos e para dívida interna ela situou-se em 4 anos.
- d) Concessionalidade do portfólio: O conceito de concessionalidade é um conceito utilizado por instituições internacionais de crédito para designar o *Grant element* de um empréstimo, ou seja o elemento donativo de empréstimo. O seu nível é calculado pela diferença entre o valor nominal do empréstimo e VAN do mesmo, expressa em percentagem. A fórmula é apresentada a baixo.

Para Cabo Verde, segundo o FMI para que um empréstimo seja considerado concessional o seu *Grant element* deve ser igual ou superior a 35%. Estes empréstimos têm boas condições financeiras, ou seja, a taxa de juro anual é fixa e inferior a 2%. A maturidade original, o período de carência mais o período de amortização, em média é superior a vinte anos.

$$\text{Grant Element} = \frac{\text{Face Value} - \text{Present Value}}{\text{Face Value}} * 100$$

Segundo as informações demonstrada no gráfico a baixo, o stock da dívida do Governo Central de Cabo Verde é constituído em 96,61% por empréstimo contratados e termos concessionais. Esta estrutura reflecte positivamente no custo e no volume do serviço da dívida, o que é muito importante para a consolidação da sustentabilidade da dívida.

Quadron 1: Estrutura do stock por concessionalidade

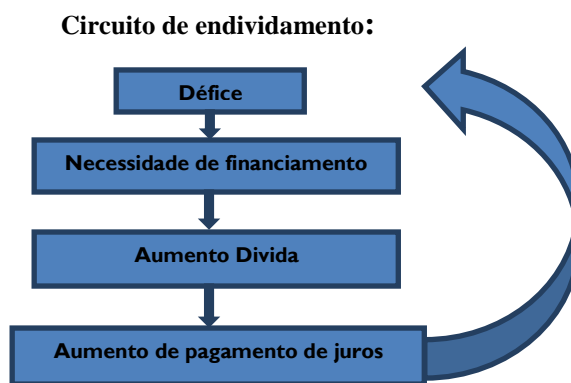
Concessionalidade	Stock Milhoes CV	%
Comercial	2.677,12	2,27
Concessional	113.962,61	96,61
Semi-Concessional	1.321,79	1,12
Total Geral	117.961,52	100,00

Fonte: MFP; Cálculo Próprio

3.3- A análise da sustentabilidade da dívida do GC.

Por definição, o termo sustentabilidade ou viabilidade da dívida significa a capacidade de um país de honrar os seus compromissos derivados de contratos de empréstimos, sem renegociação ou implementação de medidas de ajustamentos maior que possam pôr em causa o bom funcionamento da economia do país. Esta análise é importante, considerando os riscos inerentes ao sobreendividamento dos quais destacam os seguintes: o aumento da pressão fiscal; impossibilidade de implementação de políticas económicas anti cíclicas; fuga de capital e ataques especulativos sobre a taxa câmbio, o risco de se criar um ciclo vicioso do défice e de endividamento, entre outros riscos, considerando a interligação da dinâmica da economia.

Figura n º1: Circuito de endividamento



Fonte: Elaboração própria

Vários indicadores são utilizados para avaliar a sustentabilidade da dívida e eles podem ser agrupados em dois conjuntos. Há um conjunto que avalia o volume de endividamento e um outro que avalia a capacidade que o país tem para fazer face às suas obrigações, quer em moeda nacional ou em divisas, com receitas próprias.

Para avaliar o volume do endividamento são utilizados os seguintes rácios: o valor nominal da dívida sobre o valor nominal do PIB ou o VAN da dívida sobre o PIB, mostrando a relação da dívida com o crescimento da economia.

Quadron °2 – Rácio Stock Nominal PIB

Anos	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Stock da Dívida Externa / PIB	52%	49%	48%	48%	45%	40%	39%	43%	51%	57%	65%
Stock da Dívida Interna/ PIB	29%	26%	28%	30%	27%	23%	19%	20%	21%	22%	22%
Stock da Dívida Governo Central / PIB	81%	75%	76%	77%	72%	63%	57%	63%	72%	78%	87%

Fonte: MFP, BCV

Para avaliar a capacidade que a economia do país proporciona ao GOCV para cumprir com as suas obrigações, com receitas próprias, podem ser utilizados os quatro rácios indicados no quadro abaixo: os do VAN da dívida em relação as receitas fiscais e de receitas de exportação e os rácios de serviço da dívida também em relação as receitas fiscais e das receitas e exportação.

Quadro n °3- Indicadores Específicos da Viabilidade da Dívida

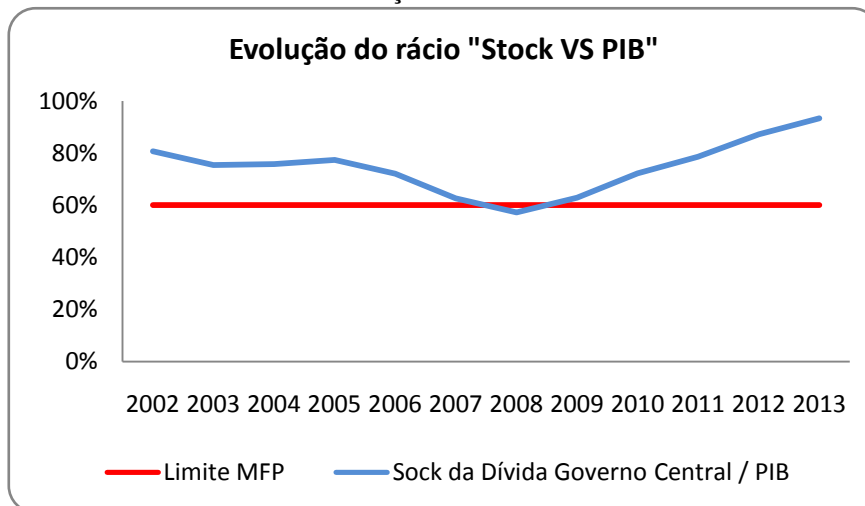
Indicadores Específicos da Viabilidade da Dívida	Baixo	Médio	Alto
VAN da Dívida/PIB	30	45	60
VAN da Dívida/Exportação	100	200	300
VAN da Dívida/Receitas Públicas	150	200	250
Serviço da Dívida/Exportação	15	25	35
Serviço da Dívida/Receitas Públicas	20	30	40

Fonte: <http://www.imf.org/external/np/pdr/sustain/2004/020304>.

Estes rácios são apenas indicativos, pois a sustentabilidade da dívida depende de muitos outros factores, a destacar a estrutura da economia do país, a própria estrutura da dívida, a qualidade de investimentos, etc.

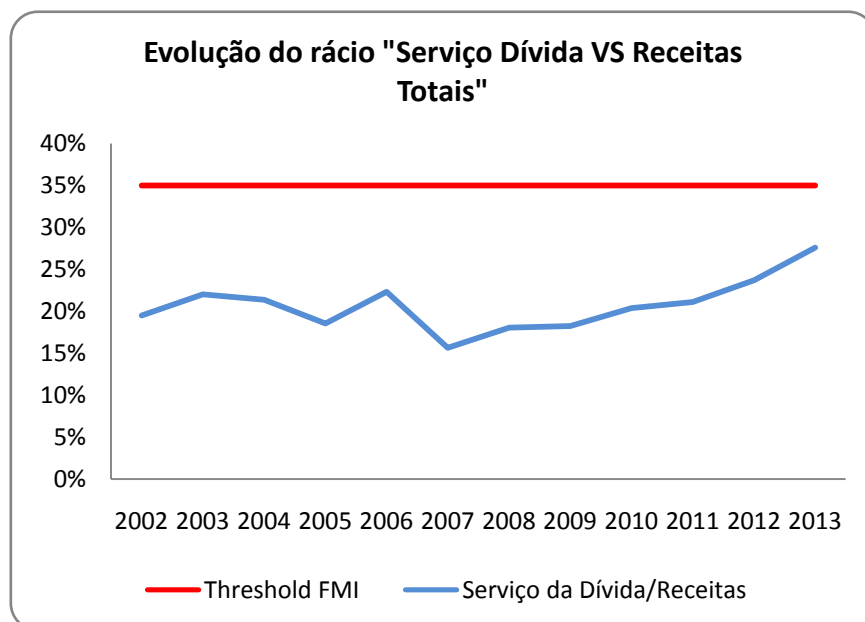
Nos gráficos abaixo apresenta-se alguns dos rácios mencionados, para demonstrar a situação do nível de endividamento e o nível de cobertura do serviço da dívida através de receitas fiscais e receitas de exportação.

Gráfico n.º7 Evolução do rácio "Stock VS PIB"



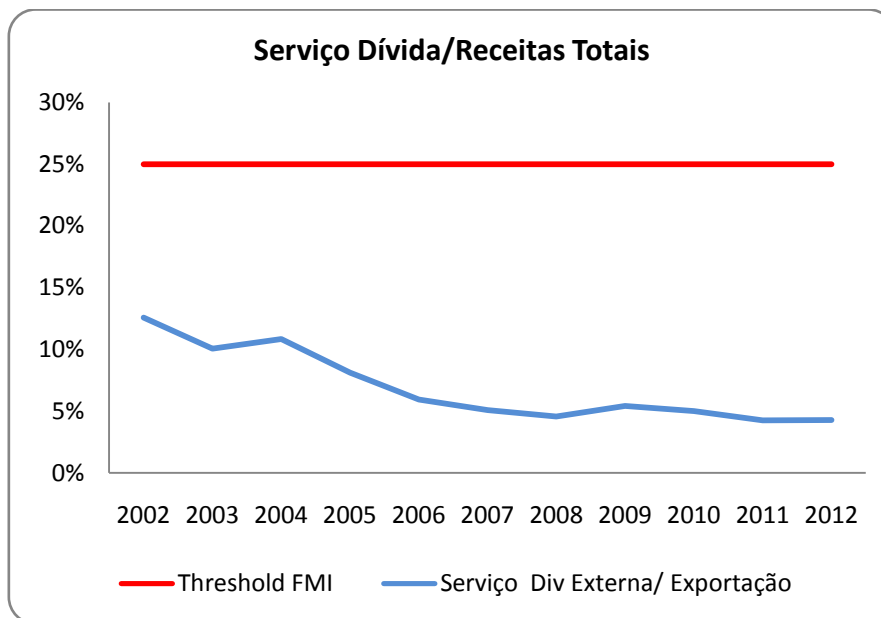
Fonte: MFP; Cálculo próprio

Gráfico n.º8 Evolução do rácio "Serviço Dívida VS Receita Totais"



Fonte: MFP; Cálculo próprio

Gráfico n.º9- Serviços Dívida/ Receitas Totais



Fonte: MFP; Cálculo próprio

Da análise dos gráficos constata-se o seguinte:

- De uma forma geral a dívida esteve sempre acima do limite estipulado pelo GOCV. Ela teve uma boa tendência no período de 2002 a 2008 atingindo, por um ano, o valor inferior a 60% do PIB. Aumentou e atingiu proporção preocupante no segundo período da nossa análise, atendendo os riscos inerentes;
- As receitas públicas e receitas de exportação arrecadadas no país durante o período, foram suficientes para cobrir, sem constrangimentos algum para a dinâmica da economia, os serviços da dívida tanto em moeda local como em moeda estrangeira. Ressalva-se contudo, a tendência crescente dos valores do rácio de serviço da dívida receitas públicas.

3.4- Medidas de políticas de endividamento e de gestão da dívida

O objectivo fundamental da Gestão da Dívida é minimizar os custos de financiamento, mantendo contudo o risco do portfólio a um nível aceitável.

Nos propósitos da política de endividamento adoptada do período em análise, o recurso ao financiamento externo constituiu prioridade na contratação da dívida do Governo Central, com preferência para os recursos com taxas de concessionalidade igual ou superior a 35% e tendo o Euro como moeda de opção na contratação.

O financiamento interno, que têm mais custo, foram utilizados para financiar as necessidades de tesouraria até ao nível em que se pode manter o Stock líquido da dívida interna em torno dos 20% do PIB.

A Gestão da Dívida Pública tem decorrido num ambiente de concertação entre a Política Orçamental do Estado e a Política Monetária do Banco de Cabo Verde, visando a sustentabilidade global da economia de Cabo Verde.

Várias acções de formações foram implementadas, com apoio do FMI e Banco Mundial, no domínio da análise de sustentabilidade formalização de estratégias de endividamento de médio prazo, entre outras formações específicas da área e trocas de experiências entre técnicos da gestão da dívida de Cabo Verde e técnicos de Portugal e do Brasil. Nesta sequência, o GOVCV produziu o seu primeiro MTDS em 2011.

No que se refere à gestão corrente da dívida, as principais decisões foram os seguintes:

- Cobrir as necessidades de financiamento com endividamento externo em torno de 70%, optando pelos Credores que concedem ao país financiamento a Baixo Custo;
- Acautelar igualmente, em relação aos Riscos inerentes à carteira da dívida pública, entre os quais o Risco Cambial, bem como os riscos de taxa de juros e crédito;
- Priorizar o USD como moedas de pagamento do serviço da dívida enquanto o câmbio de USD/CVE é favorável em relação ao câmbio Euro/CVE, as duas moedas que constituem as reservas cambiais do BCV.

Relativamente à dívida interna, um dos principais objectivos foi o desenvolvimento do mercado de títulos da dívida pública, permitindo não só um custo justo de financiamento ao Estado como também, a criação do mercado secundário activo, capaz de captar a poupança no país e na diáspora e dinamizar o financiamento interno.

E para o efeito constituem ainda objectivos da gestão da dívida interna:

- ✓ Capacitação interna da Direcção Geral do Tesouro na utilização da Nova Plataforma de Leilões da Dívida Pública;
- ✓ Analisar e programar as emissões dos Títulos do Tesouro, tendo em vista a redução do risco de refinanciamento na carteira, a manutenção da média de maturidade em torno de 10 anos e a diversificação de instrumentos de financiamento no mercado interno;
- ✓ Reclassificação e Flexibilização de taxas de juro por diferentes maturidades dos Instrumentos da dívida interna na emissão dos títulos;
- ✓ Melhorar a coordenação entre a política fiscal e a política monetária;
- ✓ Seguir o risco contingente relativo aos passivos relacionados com empresas públicas e assegurar um nível de endividamento das mesmas de forma sustentável bem como o seguimento dos empréstimos de retrocessão.

Projectos financiados no quadro do endividamento e a contribuição dos mesmos no bem-estar e na redução da pobreza.

Neste ponto do trabalho responder-se-á na medida de possível umas das questões que estão na base da realização deste trabalho. Serão evidenciados os projectos que constituíam prioridades do GOVCV durante o período e numa análise da situação antes e depois da implementação destes projectos tentar-se-á evidenciar os efeitos dos mesmos no bem-estar da economia e das famílias cabo-verdianas.

No período de 2002 e 2013, inúmeros projectos foram implementados e nos mais variados sectores e áreas económicas. No entanto, neste trabalho apresentar-se-á os projectos implementados no período entre 2008 e 2013, período em que os investimentos públicos realizados contribuíam fortemente para o crescimento da dívida. Far-se-á todavia alusões aos efeitos dos projectos implementados no período anterior a segunda fase da nossa análise.

Quadro n º4: Programa de investimento

PROGRAMA DE INVESTIMENTO	Sector
Balizamento do Aeroporto do Sal	Aeroportuario
Veículos de combate a incêndio	Aeroportuario
Desenvolvimento Agrícola da B. Hidrograficas de Flamengos e Principal	Agricultura e Mobilização de Água
Construção das Barragens de Faveta	Agricultura e Mobilização de Água
Construção das Barragens de Salineiro	Agricultura e Mobilização de Água
Construção das Barragens de Saquinho	Agricultura e Mobilização de Água
Empreitada de Construção do Sistema de Adução e Distribuição de Água na Ilha de Santo Antão	Agricultura e Mobilização de Água
Empreitada da Abertura, Ensaio de Bombagem e Abrigo de Protecção de 70 Furos nas Ilhas Brava, Fogo, Santiago, São Nicolau, e Santo Antão	Agricultura e Mobilização de Água
Ordenamento e Valorização das Bacias Hidrográficas Alto Mira e Rª da Torre e Rª da Prata	Agricultura e Mobilização de Água
Projecto de Valorização Propriedade Agrícola Justino Lopes (Fig Gorda)	Agricultura e Mobilização de Água
Projecto de Valorização Agrícola do Vale de Fajã	Agricultura e Mobilização de Água
Projecto de Valorização Agrícola do Vale da Garça	Agricultura e Mobilização de Água
Aumento capacidade produção de água Praia - Dessalinizador Palmarejo	Água
Dessalinizadores Sal e S. Vicente	Água
Recuperação e Reforma nas Redes de Transporte de Água na Cidade da Praia	Água e Saneamento
Melhoramento De Distribuição De Água E Saneamento Do M. Santa Catarina	Água e Saneamento
Saneamento de Espargos - Fase I	Água e Saneamento
Pacote 8 escolas secundárias	Educação
Aumento da Capacidade de Produção e Interligação das Redes Eléctricas de S.Antão, S.Nicolau, Fogo e Boa Vista	Energia
Recuperação e Reforma do Sector de Energia em Cabo Verde	Energia
Sistema de Transmissão e Distribuição de Energia em Cabo Verde em 6 ilhas	Energia
Reforço de Produção e distribuição de energia na Ilha de Santiago	Energia
Recuperação e Reforma do Sector de Energia em Cabo Verde	Energia
Aumento da Capacidade da Central do Sal	Energia
Programa de Habitação Social	Habitação Social
Programa De Luta Contra A Pobreza No Meio Rural	Luta Contra Pobreza
SME capacity building and governance project	Luta Contra Pobreza
Programa Pesca Regional	Pescas
Construção e Fiscalização das Infraestruturas de Frio do Porto Grande	Pescas
Expansão e Modernização do Porto da Praia - II Fase	Portuário
Expansão do Porto Vale dos Cavaleiros e Furna	Portuário
Expansão Porto de Porto Novo	Portuário
Implementação Do VTS (Vessel Traffic System)	Portuário
Acesso Norte Porto do Mindelo	Portuário
Porto Palmeira	Portuário
Expansão e Modernização do Porto da Praia - I Fase	Portuário
Expansão Porto de Sal Rei	Portuário
Apoio Ao Sector Rodoviário - RSSP	Rodoviário
Asfaltagem R Brava - Aeroporto	Rodoviário
Construção Anel Rodoviário do Fogo	Rodoviário
Estrada Furna - Nova Sintra	Rodoviário
Variante S. Domingos - Pedra Badejo - Calheta	Rodoviário
Sistema Nacional de Autenticação Civil - SNIAC	TIC-Tecnologia de Informação
Equipamentos - Data Center	TIC-Tecnologia de Informação

Como se pode constatar, as prioridades de investimentos durante o período foram para os projectos dos sectores das infra-estruturas portuárias, rodoviárias, aeroportuárias, da agricultura, da energia, da água e do saneamento, da habitação social, da pesca, da educação, da tecnologia de informação e no programa de luta contra pobreza e desigualdade social. Avultados montantes foram investidos nos projectos referenciados e neste caso destacam-se os projectos das infra-estruturas portuárias, rodoviárias, aeroportuárias, do sector da agricultura e da habitação social, financiados através de quatro linhas de créditos conseguidos através de acordos tripartidos de financiamento entre o GOVCV, a República de Portugal e dois Bancos comerciais Portugueses, a Caixa Geral de Depósitos e Banco BPI. As quatro linhas de créditos totalizam 600.000.000,00 de Euros e por cada projecto imputado nos mesmos o GOVCV contribui com 10% do total do valor do projecto.

Capítulo IV: O impacto dos projectos implementados com recursos ao empréstimo no dinamismo do crescimento económico e social.

Para analisar o impacto dos projectos no crescimento económico e no melhoramento de condições de vida no país propõe-se desenvolver esta análise utilizando duas metodologias:

1. Na primeira metodologia, analisar-se-á a contribuição dos gastos e dos investimentos públicos no crescimento do PIB, factos que estão evidenciados nos quadros abaixo. Na verdade, a intenção era de utilizar o modelo denominado “*filtro Hodrick-Prescott*” que permite quantificar a participação de cada projecto ou sector no PIB. Todavia, como os dados históricos do PIB desagregados não estão disponíveis, a análise consistirá na observação da evolução de alguns dos componentes do PIB representado no quadro numero 6. Constata-se que o crescimento de despesa pública foi em média superior ao do sector privado que esteve muito volátil, inclusive com evolução negativa em 2010. Em 2009, a contribuição de ambos os sectores foi relevante, todavia, para os restantes anos a despesa pública cresceu mais que a do sector privado. Pode-se entender que este aumento reflecte medidas de políticas económicas expansionistas, implementadas pelo GOVCV e que compensou a desaceleração de investimentos e consumo privado, amenizando os efeitos da crise e evitando que o país entrasse numa recessão económica.

Quadro nº5 Evolução do PIB

Evolução do PIB	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PIB (P. constante milhões CVE)	74.265,59	75.922,94	79.909,57	83.246,80	91.735,54	98.076,72	105.906,92	121.973,72	130.085,61	132.987,12	137.872,14	144.068,14	147.669,85
Varição Percentual		2,23	5,25	4,18	10,20	6,91	7,98	15,17	6,65	2,23	3,67	4,49	2,50
B per capita (P. constante milhões CV)	0,17	0,17	0,17	0,18	0,19	0,20	0,22	0,25	0,27	0,27	0,28	0,29	0,30

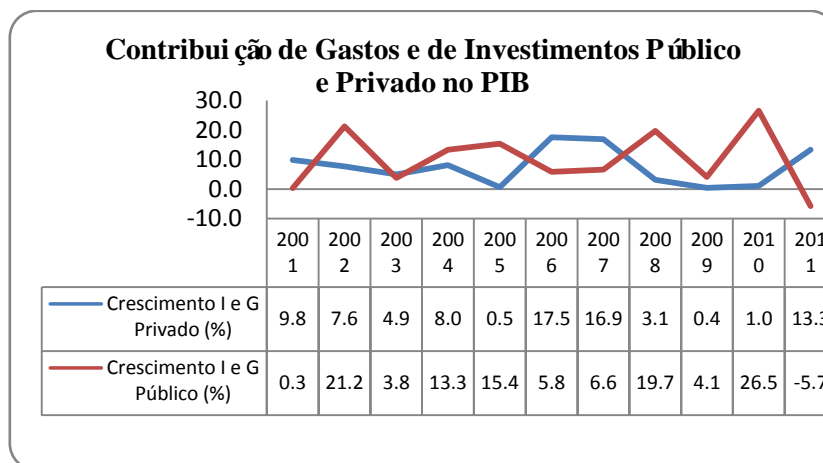
Fonte: WDI

Quadro n.º 6 Contribuição de gastos e de investimentos público e privado no PIB

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1. Despesa de Consumo Final	60.873	64.768	69.298	75.384	76.891	82.256	91.897	98.067	104.603	111.547	112.865	120.265
Privada	48.813	52.946	56.061	59.642	59.643	63.972	73.139	76.770	81.864	86.839	87.328	92.864
Pública	12.060	11.821	13.238	15.743	17.247	18.284	18.758	21.296	22.739	24.708	25.536	27.401
2. Investimento (3+4)	23.410	24.341	28.376	29.647	39.077	39.224	44.429	60.730	65.376	59.501	66.024	70.277
3. FBCF	21.285	23.810	28.324	26.788	34.614	33.425	40.775	53.944	57.285	52.337	62.625	69.128
Privada	16.467	18.705	21.053	21.235	27.738	23.878	30.090	43.858	42.457	37.934	38.690	49.892
Pública	4.818	5.105	7.271	5.552	6.876	9.546	10.685	10.085	14.828	14.403	23.935	19.236
4. Variação de Existências	2.125	531	52	2.860	4.463	5.799	3.655	6.787	8.091	7.164	3.399	1.149
5. Exportações líquidas	-11.901	-12.198	-18.077	-17.941	-25.156	-24.790	-27.604	-36.823	-35.281	-35.169	-40.320	-42.618
6. Exportações	28.423	29.123	32.224	27.002	26.304	28.123	33.604	38.470	43.242	36.699	40.059	46.555
Exportações de Bens	3.147	3.527	3.275	3.588	3.189	1.899	2.050	2.207	3.117	2.972	4.299	5.828
Exportações de serviços	25.276	25.596	28.949	23.414	23.114	26.224	31.554	36.264	40.125	33.726	35.760	40.727
7. Importações	-40.325	-41.321	-50.301	-44.943	-51.460	-52.912	-61.208	-75.294	-78.523	-71.867	-80.379	-89.173
Importações de Bens	-30.005	-34.279	-38.258	-34.331	-40.649	-43.392	-52.849	-63.163	-66.202	-58.642	-66.556	-76.791
Importações de Serviços	-10.319	-7.042	-12.043	-10.613	-10.811	-9.521	-8.359	-12.130	-12.320	-13.226	-13.823	-12.382
PIB (1+2+5)	72.382	76.912	79.597	87.090	90.811	96.690	108.722	121.974	134.698	135.879	138.569	147.924

Fonte: 2007-2011 Dados do INE; 2000-2006 Dados ajustados MFP

Gráfico n.º 10 Contribuição de Gasto de Investimentos Público e Privado no PIB



Fonte: MFP

- Na segunda metodologia, propõe-se analisar o impacto dos projectos implementados no período no bem-estar da população, através do método da análise da situação antes e depois do projecto.

Propõe-se esta análise, considerando que o crescimento do PIB real/ nominal e PIB per capita, não reflectem cabalmente o bem-estar da população. Estes indicadores não

captam todas as actividades individuais de produção ou de fenómenos sociais que contribuem para o bem-estar da população. Refere-se nomeadamente aos fenómenos sociais tais como, a paz, a segurança, a boa governação e democracia, ao acesso à estrada, à educação, à saúde, entre outros.

A análise foi feita com base nos resultados de inqueridos e entrevistas realizados junto da população beneficiada de efeitos de alguns dos projectos implementado. A amostra do inquérito e de entrevista compreendia um grupo no mínimo de trinta e cinco pessoas, com idade superior a 18 anos. A ideia foi de ouvir directamente dos beneficiários, os ganhos que os projectos trouxeram para as suas vidas.

Considerando o elevado número de projectos implementados, seria muito difícil apresentar o resultado de todos, neste trabalho. Nesta base de ideias escolheu-se os seguintes projectos como cible: projectos implementado do domínio das infra-estruturas rodoviárias, do sector da agricultura e mobilização de água, da energia, habitação social e da saúde.

Os beneficiários dos projectos das infra-estruturas rodoviárias escolhidos foram os profissionais de condução que diariamente circulam nas estradas nacionais e municipais, fazendo circular pessoas e mercadorias; os comerciantes ambulantes; os estudantes universitários não residentes nos centros urbanos, trabalhadores que participaram na implementação de alguns dos projectos neste sector e outros cidadãos que aceitaram partilhar as suas opiniões relativo aos efeitos dos projectos em referências no bem-estar dos Cabo-Verdianos.

As questões colocadas foram no sentido de saber, num visão de análise antes e depois da modernização e de abertura de estradas de acesso em alguns conselhos, quais são as vantagens em termos de tempo de circulação de bens e de pessoas; do conforto nas estradas para os condutores e passageiros; nos ganhos no consumo de combustíveis; nas aquisições de peças de reposição; nas frequências de paragens em oficinas para manutenção etc.

As respostas foram variadas, todavia, foram quase unânimes de que as novas estradas trouxeram conforto, reduziram o tempo e o custo de circulação, contribuíram para o aumento do rendimento das famílias cabo-verdianas, bem como, aumentaram a capacidade de circulação de bens e pessoas no país.

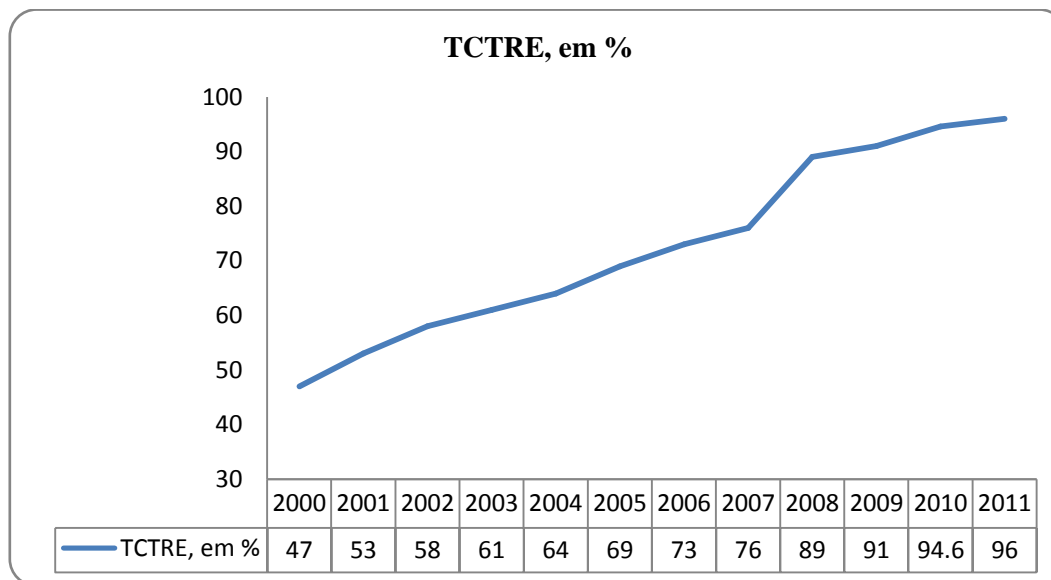
Para a avaliação dos efeitos dos projectos de construção de barragens e de furos, foi feito um inquérito, cujo resultado se encontra no anexo1 deste trabalho. Após o resultado do inquérito, apurou-se o seguinte: 100% das pessoas inqueridas estão satisfeitos com implementação do projecto; estão unânimes, que houve maior diversificação de produção agrícola nacional; cerca de 86% afirmam que houve um aumento da quantidade de produção e melhoramento do rendimento e do nível de vida dos beneficiários.

Por outro lado, são unânimes que houve uma diminuição substancial dos preços de produtos agrícolas, uma situação que beneficia a população consumidora em Cabo Verde. Porém, para os agricultores e os comerciantes destes produtos, esta situação é preocupante e pouco estimulante em certa medida, considerando a relação entre o custo de produção/aquisição e o montante de lucro.

Nos gráficos abaixo apresenta-se em parte e em relação numérica, os benefícios conseguidos com a implementação de projectos no domínio das energias e água. Por falta de dados, os resultados apresentados são até 2011. Como se pode constatar a evolução TCTRE foi ascendente. Em 2000, ela era de 47% passando para 96% em 2011, com uma taxa média de crescimento em torno de 8% por ano.

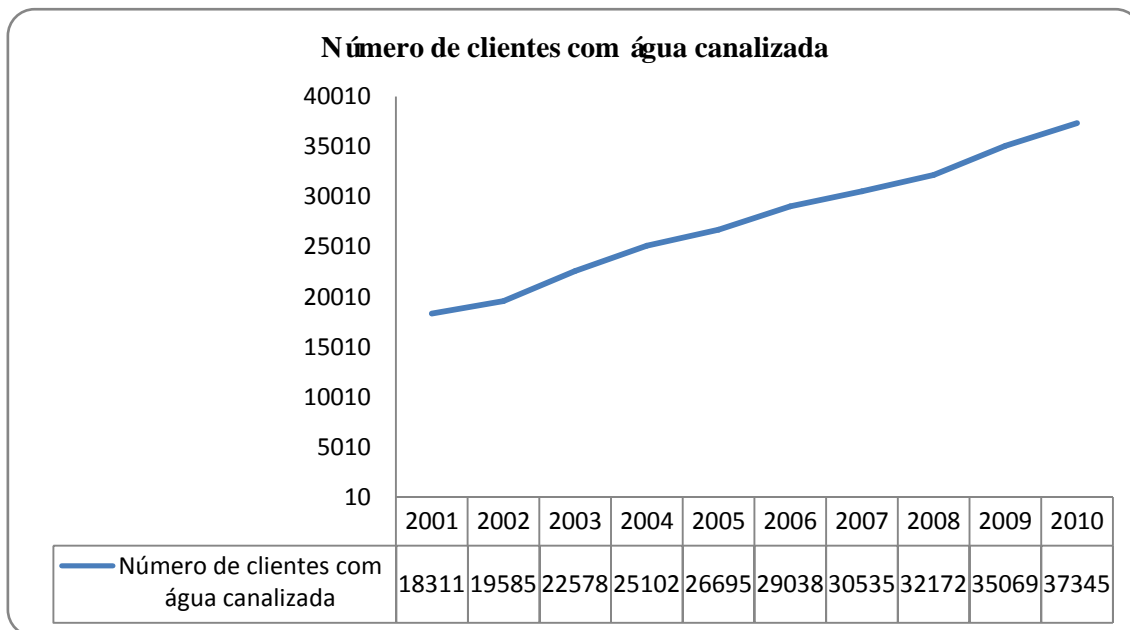
Das conversas tidas com pessoas, relativos aos efeitos dos projectos do domínio de energia e água, cerca de 90 dos entrevistados foram unânimes em afirmar que, após alguns anos de penúrias de energia e água nos grandes centros urbanos, sobretudo na Capital do país, os investimentos realizados nestes sectores começaram a produzir efeitos positivos, com reflexos no bem-estar das famílias e economia cabo-verdiana. Como se sabe o acesso a estes dois bens públicos são de extrema importância para desenvolvimento de uma economia. Convém frisar que, da energia consumida em Cabo Verde, 25% provem de energia renovável, uma energia amiga de ambiente.

Gráfico n.º 11- Taxa de Cobertura Territorial da Rede Eléctrica(TCTRE)



Fonte: MFP; Calculo Próprio

Gráfico n.º 12: Número de clientes com água canalizada



Fonte: MFP

Concernente aos efeitos do projecto habitação social ou “Casas para todos” como é mais conhecido, tivemos o prazer de entrevistar alguns dos beneficiários que nos demonstrava uma alegria contagiante do viver do sonho de casa própria. Conversamos igualmente com alguns dos gestores deste projecto, que nos informaram do volume de negócio

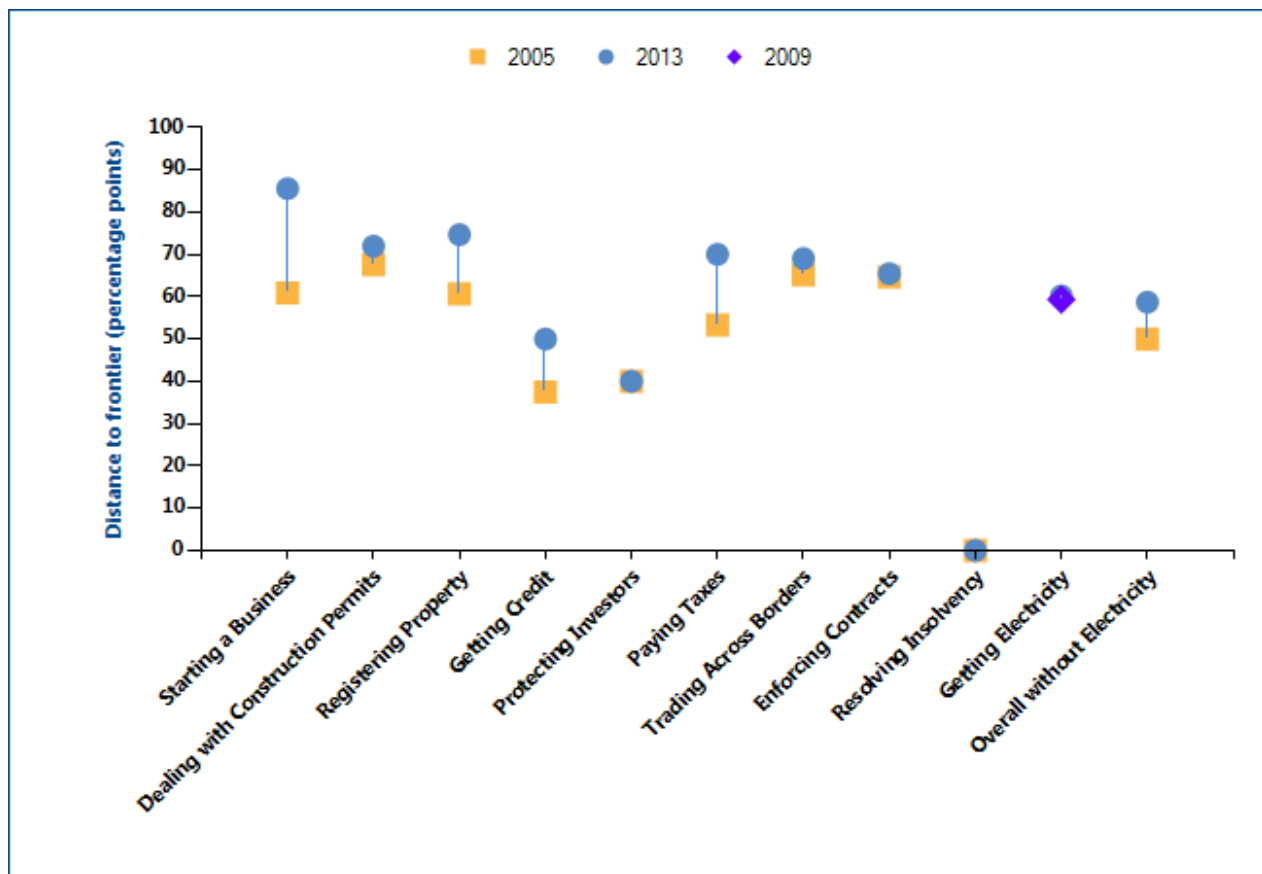
envolvente na implementação deste projecto. O projecto é financiado por uma linha de crédito conseguido junto da Caixa Geral de Depósitos de Portugal, no valor de duzentos milhões de Euros, com participação de 10% do valor, da parte do GOVCV. Estão já imputados 58 projectos, implementados na base de consórcios entre empresas Portuguesas e Nacionais, ou seja, por cada projecto executado participam uma empresa Portuguesa e uma Nacional.

O projecto emprega directamente cerca de 12.000,0 mil (doze mil) pessoas e dinamiza actividades de inúmeras empresas do domínio da construção civil e de outros sectores, em todos os concelhos do país.

De igual modo referencia-se aqui os efeitos dos demais projectos implementados do domínio da saúde, educação reformas institucionais entre outras, que colocaram Cabo Verde entre os poucos países do continente Africano com potencialidade de atingir os objectivos do Millennium.

Os investimentos implementados também tiveram efeitos positivos da evolução de ambiência de negócios no país. Segundo os dados publicados na revista *Economic Outlook*, transcrito no quadro abaixo, Cabo Verde teve uma evolução positiva em quase todos indicadores de performance deste domínio. No gráfico as anotações são de 0 a 100, sendo 100 a melhor prática.

Gráfico n.º13: Performance de Cabo Verde em relação às melhores práticas no clima de negócio.



Fonte: Publicação Economic Outlook, revista Doing Business 2014.

Capítulo V: Conclusão e recomendações

Neste capítulo apresenta a conclusão e as considerações finais do trabalho da análise realizado, da sustentabilidade da dívida do GOVCV e os efeitos dos projectos implementados âmbito do endividamento no desenvolvimento económico e social de Cabo Verde. Focar-se-á em dar respostas as duas questões de partida, que constituíram a base e o fundamento da realização deste trabalho.

A primeira conclusão, considerando o exposto, é que a dívida do GOVCV foi sustentável durante o período da análise. Contudo, pressupondo o conceito da sustentabilidade da dívida, esta análise é mais importante quando ela é feita para o futuro, num horizonte de mínimo dez anos.

Por falta de dados provisionais para o horizonte mencionado, não foi possível fazer uma análise própria, pelo que o resultado que se apresenta estará na base de informações recolhidas do MFP, que realizou um trabalho neste sentido, numa acção conjunta com o FMI e Banco Mundial em Setembro de 2013. Concluíram que, a dívida de Cabo Verde é sustentável apesar do seu nível, do seu volume.

Na base desta sustentabilidade está a estrutura da mesma que é constituída por 96% com empréstimos concessionais, cujo montante do serviço da dívida não são elevadas, e a previsão de que o défice orçamental irá melhorar neste período de tempo, por redução de investimentos públicos.

No nosso entendimento, o GOVCV deverá enveredar esforço, para realmente diminuir o défice orçamental e por outro lado fazer uma gestão prudente dos activos resultantes dos investimentos, de modo a permitir que estes gerem recursos que sirvam para manutenção dos mesmos e contribuir para pagamento do serviço da dívida aferente.

Conclui-se igualmente que os investimentos públicos contribuíram fortemente para assegurar o crescimento económico num período em que a economia precisava de estímulo, atendendo o abrandamento do dinamismo do sector privado, provocado pela crise.

Quando a escolha de projectos, esta constitui decisões e como tal nem sempre existem pontos de vista convergentes quando as suas qualidades e prioridades. Contudo, na

nossa análise verificou-se estes contribuíram para melhoramento do bem-estar dos cabo-verdianos bem como para o dinamismo da economia. Destacam-se os projectos associados a agricultura que estão a gerar toda uma dinâmica a volta de uma perspectiva dedesenvolvimento da indústria de transformação de produtos agrícolas, com propensão de criação de postos de trabalho e estimulação da dinâmica da economia.

Contribuíram igualmente para melhoramento da taxa desemprego, pese embora que a maioria dos postos trabalhos criados neste âmbito foram trabalhos temporários e empregando uma mão-de-obra, na sua maioria, com poucas qualificações.

Referencia Bibliográfica:

Avaliação da Gestão de Finanças Públicas em Cabo Verde 2007. – Aplicação da Metodologia PEFA – Despesa Pública e Responsabilidade Financeira. Ministério Finanças 2008.

BEUREN, I. M. **Trajectória da Construção de um Trabalho Monográfico em Contabilidade.** In:

BEUREN, I. M. (Org.). **Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade:** teoria e prática. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2004.

FRANCO, Sousa.2008 – **Finanças Públicas e Direito Financeiro** – VOL. I-II - 4^aed.

ISGB – Instituto Superior de Gestão Bancária: **Introdução ao Mercado Financeiro.** 6.^a Ed.Instituto de Formação Bancária, Dezembro de 1999, 13.18 p.

MONTEIRO, Filomena Maria Rodrigues – Dívida Pública: Uma Abordagem Teórica e o Caso de Cabo Verde. UNICV – UFRGS – 2010, 93 p. Tese de Curso em Pós- Graduação em Administração Pública. Orientador Professor Doutor Eugénio Lagemann.

NORDHAUS, Samuelson – **Economia.** 16^aed. Lisboa

SILVA, Aníbal António Cavaco; DAS NEVES, João Luís César – **Finanças Públicas e Política Macroeconómica.** Nova ed. Universidade Nova de Lisboa: Faculdade de Economia, 370 p. ISBN 972-595-082-8.

SMITH, A. **A Riqueza das Nações**(volume III). São Paulo: Nova Cultura, 1988.

Franco Sousa – **Finanças públicas e direito financeiro,** Lisboa 1980;

Ribeiro Joaquim lições de finanças publicas: divida publica Coimbra, edição 1991;

Silva Fernando: finanças publicas, São Paulo atlas, edição 1987;

Sousa, domingos Pereira, finanças publicas, Lisboa 1992;

Johnson, Alison, aspectos claves para análise da sustentabilidade da dívida interna

Debt Relief international Ltd 2001;

www.Minifinancas.gov.cv;

www.Bcv.gov.cv .

ANEXOS